



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪049号

新疆众和股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“新疆众和股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次债券信用等级AA，维持本次发债主体信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年四月二十五日

新疆众和股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2018）

债券名称	新疆众和股份有限公司 2011 年公司债券		
发行主体	新疆众和股份有限公司		
发行规模	人民币 13.7 亿元		
存续期限	2011/11/17—2018/11/17		
债券代码	122110		
债券简称	11 众和债		
上次评级时间	2017/5/17		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

新疆众和	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	32.54	32.83	34.44
总资产（亿元）	89.56	96.98	101.35
总债务（亿元）	39.71	45.17	50.94
营业总收入（亿元）	76.27	55.47	60.06
营业毛利率（%）	5.89	8.65	12.08
EBITDA（亿元）	5.12	5.51	6.62
所有者权益收益率（%）	0.77	1.15	3.47
资产负债率（%）	63.66	66.15	66.02
总债务/EBITDA（X）	7.76	8.19	7.69
EBITDA 利息倍数（X）	2.41	2.59	2.86

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

夏 敏 mxia@ccxr.com.cn

龚 微 wgong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 4 月 25 日



基本观点

2017 年，电子新材料价格呈现震荡上行的趋势。新疆众和股份有限公司（以下简称“新疆众和”或“公司”）在夯实制造主业的同时实现合金产品等业务共同发展，使得当年营业收入有所增长；同时缩减毛利率较低的贸易业务规模，积极调整产品结构，盈利能力进一步好转。考虑到公司良好的区位优势、生产规模优势以及多元化发展，公司仍具有一定的竞争力。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）亦关注到行业周期性波动以及公司短期偿债压力加大等因素可能对其偿债能力及信用水平产生一定影响。

综上，中诚信证评维持新疆众和主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“新疆众和股份有限公司 2011 年公司债券”的信用等级为 AA。

正 面

- 公司主业电子新材料业务规模进一步扩大，支持整体盈利能力攀升。2017 年，电子新材料产品整体产销量规模进一步扩大，收入规模大幅增长，当年该业务实现业务收入 21.65 亿元，同比增长 13.02%。
- 业务优化调整，经营效益进一步好转。2017 年公司压缩了毛利率较低的贸易业务规模，优化产品结构，主营业务综合毛利率增长 3.06 个百分点至 11.41%，取得净利润 1.20 亿元，同比增长 216.16%，盈利能力大幅改善。
- 业务发展多元化。2017 年，公司利用自身区位优势，加快推进物流业转型，物流业务稳步拓展，子公司新疆众和现代物流有限责任公司 2017 年实现收入 8.43 亿元，净利润 0.09 亿元，形成对公司现有业务的有力补充。

关 注

- 行业周期性波动风险。铝电解电容器行业与宏观经济的发展密切相关，具有典型的周期性，当前全球经济复苏缓慢，公司可能面临

行业周期性波动风险。

- 短期偿债压力加大。截至 2017 年末，公司短期债务较上年大幅增加至 43.52 亿元，短期债务规模持续增大使得公司短期偿债压力较大。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

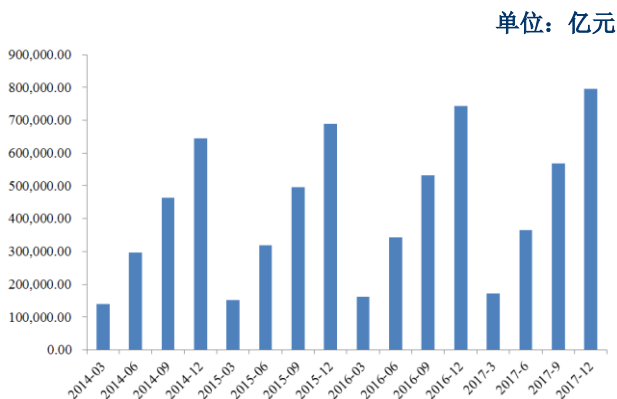
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业分析

短期内，国内经济稳中向好，行业产能集中释放，行业竞争加剧；但从长期来看，新兴产业的发展将有效促进电极箔的消费需求增长。

2017，在供给侧结构性改革、推动结构优化、动力转换和质量提升的背景下，中国经济稳中向好，2017年实现国内生产总值82.71万亿元，同比增长6.9%，较上年上升0.2个百分点。分季度看，一季度增长6.9%，二季度增长6.9%，三季度增长6.8%，四季度增长6.8%。分产业看，第一产业增加值6.55万亿元，比上年增长3.9%；第二产业增加值33.46万亿元，比上年增长6.1%；第三产业增加值42.70万亿元，比上年增长8.0%。其中以服务业为主的第三产业作为经济增长的重要动能，为经济保持中高速增长提供保障。

图 1：2014~2017 年末中国 GDP 季度现值



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

铝电解电容器用铝箔材料是电子信息产品专用材料工业行业的细分行业，属于电子新材料行业的范畴。作为我国七大战略新兴产业和“中国制造2025”重点发展的十大领域之一，新材料是整个制造业转型升级的产业基础。2017年，消费类电子仍为铝电解电容器最大的应用领域，约占比35%，其次是电子信息领域和工业领域，分别约占比22%和18%。随着下游铝电解电容器行业的迅速崛起，我国铝电解电容器用铝箔材料行业经历了投资井喷和快速发展阶段，导致产能过剩的局面。而受国内外经济下行影响，市场需求增速放缓，行业竞争日益加剧，企业经营压力较大。

从2015年开始中国电解铝产能收缩明显，长

期供给过剩的电解铝行业通过减产、弹性生产等供给侧改革的不断深化而有所改善。2016年以来，铝价整体呈现震荡上行的趋势，从2016年初的11,030元/吨升至年底的12,800元/吨，上涨16.05%。2017年开始，铝结束了2016年底的大起大落开始了稳步上涨，供给侧改革在有色行业尤其是电解铝行业初见成效，但下游仍受终端需求不济影响，上半年铝价保持稳定。2017年下半年，受益于淘汰落后产能以及环保限产的政策福利，铝价大幅上升并呈现高位震荡走势。受终端需求复苏缓慢影响，铝电解电容器用铝箔材料行业产能仍旧过剩，铝价回升对铝箔材料价格影响有限，市场供需矛盾及市场竞争仍不断加剧。

图 2：2016.1~2017.12 中国国内铝期货收盘价

单位：元/吨



资料来源：上海期货交易所，中诚信证评整理

但长期看，新兴产业的发展将有效促进电子新材料的需求，据 Japan Economic Center Co.,ltd. 预测，2017~2020年，全球铝电解电容器市场将保持每年2%的增速。其中，个人电脑需求呈现持续下滑趋势，智能手机需求将明显放缓，而智能家电、虚拟现实、通讯领域终端需求发展势头迅猛，新能源汽车等新能源领域规模将继续扩大，医疗器材领域未来成长空间广阔，都将对铝电解电容器的需求形成强劲拉动，从而推动铝箔材料产业的发展。

总体来看，随着国家供给侧改革的持续发力和竞争深度加剧，行业优势资源将进一步集中，推动行业持续健康发展，并且随着消费类电子产品的升级换代及智能家电不断普及，高性能、高容量、长寿命且一致性好的铝电解电容器用铝箔材料在未来短时间内仍不可替代。

业务经营

公司主要从事高纯铝、电子铝箔和电极箔等电子元器件原料的生产和销售，以及铝及铝制品的生产及销售。2017年公司实现营业总收入 60.06 亿元，同比增长 8.28%。

表 1：2017 年公司主营业务收入分产品情况

单位：亿元、%					
分产品	收入	较上年同期	毛利率	较上年同期	占营业收入比重
高纯铝	6.26	-11.27	20.26	12.55	11.02
电子铝箔	6.03	28.01	29.06	5.92	10.62
电极箔	9.36	26.66	22.26	-2.15	16.49
合金产品	9.44	235.17	13.75	2.29	16.63
铝制品	5.77	42.45	2.33	1.61	10.16
贸易业务	19.93	-23.22	-0.29	-1.86	35.09
其他	1.82	28.88	15.34	-2.96	3.21
合计	56.79	6.36	11.41	3.06	100.00

资料来源：公司定期公告，中诚信证评整理

经多年经营，公司形成了以电子新材料（包括高纯铝、电子铝箔及电极箔）为主，合金产品、铝制品及贸易业务共同发展的格局。电子新材料业务是公司最主要的利润来源，2017 年，该业务实现业务收入 21.65 亿元，同比增长 13.02%，占主营业务收入比重达 38.12%。

2017 年，公司以科技创新为引领，不断提升质量及工艺水平，大力推动提产增效、提质增效及降本增效，实现了电子新材料产品、合金产品等业务的大幅增长

近年来，全球经济复苏仍处于调整与均衡态势，传统行业增长动力不足，铝电解电容器用铝箔材料行业产能仍旧过剩，供需矛盾及市场竞争不断加剧。面对严峻的经营形势，公司缩减了贸易规模，全力抢抓电子新材料市场，严格控制产品质量，推动科技创新，提升电子新材料主业的竞争力。

贸易业务方面，公司主要贸易商品种类包括锌锭、电解铜、铝锭、预焙阳极、钢材、生铁、焦炭、煤炭等。由于贸易业务毛利率较低，并且贸易业务带来的应收账款的大幅增加对公司的现金流产生了一定的负面影响，因此 2017 年公司进一步压缩贸易业务规模，全年公司贸易业务收入较 2016 年同比下降 23.22% 至 19.93 亿元。

电子新材料方面，从产能上看，截至 2017 年末，公司高纯铝、电子铝箔及化成箔（电极箔）产能分别为 4.20 万吨、3.50 万吨和 1,600 万平方米，与上年保持稳定。从产量上来看，公司生产电子新材料产品主要包括高纯铝、电子铝箔及化成箔（电极箔），2017 年，高纯铝产量为 5.22 万吨，同比减少 16.24%，主要系公司调整产品结构，向具有更高产品附加值、市场更稳定的产品转移所致；电子铝箔产量为 2.44 万吨，同比增长 16.54%；化成箔产量为 1,486.11 万平方米，同比增长 19.71%。

表 2：近年来公司主要产品产量

	2015	2016	2017
高纯铝（万吨）	4.03	6.23	5.22
电子铝箔（万吨）	2.09	2.09	2.44
化成箔（万平方米）	1,208.01	1,241.41	1,486.11

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在原材料采购方面，公司生产所需的主要原材料为氧化铝、动力煤等，采用外购方式。生产部门根据原材料安全库存量和各单位报送的原材料需求量制定原材料需求计划，采购部门按照计划安排原材料的采购。公司与主要原材料供应商均保持稳定合作，2017 年，公司前五大原材料供应商合计采购额为 26.92 亿元，占年度采购总额的 43.61%，采购集中度适中。

在产品销售方面，近年来公司主要围绕主营产品市场，深度发掘客户的差异化需求，培育与客户的战略合作关系，同时持续调整客户及产品结构，主要产品销售量整体有所增长。2017 年，公司高纯铝、电子铝箔及化成箔销售量分别为 3.78 万吨、2.01 万吨以及 1,631.67 万平米，分别较 2016 年减少 23.38%、增长 20.43% 和增长 28.45%。销售收入方面，随着公司主要产品销量上升，2017 年公司电子新材料产品实现收入 21.65 亿元，较上年同比增长 13.02%。公司具有较为稳定的客户基础，2017 年，公司前五大销售客户合计销售额为 16.54 亿元，占年度销售总额的 24.34%，销售集中度不高。未来，公司将采取一对一营销策略，在稳固既有市场份额的同时，继续加大开拓新市场的力度。

表 3：近年来公司主要产品销售情况

单位：亿元

产品	2016		2017	
	销量	收入	销量	收入
高纯铝（万吨）	4.93	7.05	3.78	6.26
电子铝箔（万吨）	1.67	4.71	2.01	6.03
化成箔（万平方米）	1,270.25	7.39	1,631.67	9.36
合计	-	19.15	-	21.65

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

合金产品及铝制品方面，公司的合金产品、铝制品主要用于汽车轮毂、电子消费品、节能灯、节能导线、建筑装饰等交通、电力、建筑相关领域。2017 年公司进一步完善产业链布局，合金产品等业务规模大幅增长，全年实现业务收入 9.44 亿元，同比大幅增长 235.17%。

在质量管控方面，公司通过重塑整合管理体系，建立了质量及工艺管控标准化体系，加强质量过程的监控与分析改进，同时不断推动技术创新实践，以提升核心竞争力。目前，公司不断加大技术研发力度，进行中的项目有环保电极箔腐蚀工艺的工业化应用、高品质高纯铝生产线改造等项目，未来公司的电子新材料产品质量有望进一步提升。

在降本增效方面，公司全面实施工序成本管理，量化物料、能源单耗标准，优化招标采购模式，有效降低了各项成本，提高了产品的生产效率。得益于铝产品价格的上升及公司的成本管理，2017 年，公司高纯铝、电子铝箔及电极箔的毛利率分别为 20.26%、29.06% 及 22.26%，较上年分别上升 12.55 个百分点、上升 5.92 个百分点和下降 2.15 个百分点。公司将继续挖掘降本空间，在招标采购时引入新供应方竞争，降低大宗原料采购成本；优化生产工艺，控制原材料和能源消耗，未来生产成本有望进一步降低。

公司利用自身区位优势，加快推进物流业转型发展，物流业务稳步拓展

考虑到未来业务发展需要，公司积极培育新的业务增长点，于 2013 年 6 月出资成立了新疆众和现代物流有限责任公司（以下简称“众和物流”）。众和物流主要依托公司乌鲁木齐科技园区铁路专用线，发展仓储、装卸、运输等物流业务，业务主要

围绕氧化铝、铝锭、锌锭、煤焦铁、炭块等有色金属及大宗原材料进行，客户群体主要为分布在乌鲁木齐周边的电解铝企业。2017 年，众和物流实现收入 8.43 亿元，净利润 0.09 亿元，较上年分别增长 0.79% 和减少 56.44%。

2017 年，在公司进一步加快推进物流业转型发展的战略背景下，公司拓展集装箱、棚车服务，推动公路配送业务，开拓“门到门”、“公铁联运”、“一票制”等全程综合物流服务业务。由于新疆是中国第二大电解铝生产省份，每年运入疆内的氧化铝以及出疆的铝锭量较大，因此公司通过代采代销、原料与成品换购等业务延伸，为客户提供供应链金融物流服务。由于内地煤炭价格与新疆煤炭价格差异较大，由此带来的成本优势将使得新疆电解铝产能进一步增长，公司的供应链金融物流业务的发展空间也更为广阔。同时，公司在保证既有铁路物流稳步增长的前提下，积极开拓物流新市场，增加发运品类，开拓动产质押监管业务。

此外，2014 年公司与新疆地矿局第一地质大队（以下简称“一大队”）签署《合作勘察开发鄯善县梧桐沟菱镁矿协议书》，并与一大队下属全资子公司金源公司成立合资公司新疆众和金源镁业有限公司（以下简称“众和金源镁业”）。目前公司控股子公司众和金源镁业已完成对新疆鄯善县梧桐沟菱镁矿的野外地质工作，在鄯善县迪坎儿工业园区投资建设 10 万吨/年氧化镁项目。待项目完成后，公司能够根据新疆及西北市场氧化镁需求，利用区位优势，将资源优势转化为经济优势。

未来，公司将大力发展物流业务板块，充分利用国家的一带一路政策以及新疆的区位优势，依靠物流业务拉动公司整个产业的转型升级。公司物流业务的发展使得公司业务更加多元化，给公司的利润带来补充，且在一定程度上提高了公司抵御风险的能力。

财务分析

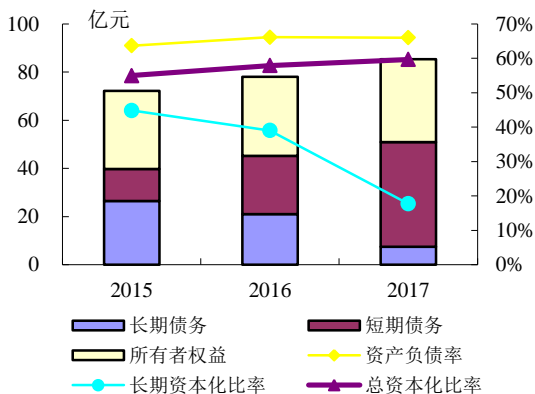
以下财务分析基于新疆众和提供的经中审华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告，中诚信证评在分析时将“应付债券”中的“2011 年公司债券”和“2017 年第一期

短期融资券”计入短期债务。

资本结构

2017年，公司业务规模进一步扩张，整体资产及负债规模稳定增长。截至2017年末，公司总资产较上年增长4.51%至101.35亿元；同期，公司总负债为66.91亿元，同比增长4.30%；所有者权益合计34.44亿元，同比增长4.93%。

图3：2015~2017年末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产主要以非流动资产为主。截至2017年末，公司非流动资产为55.75亿元，占总资产比例为55.01%，主要由固定资产、长期股权投资和在建工程构成，上述三项占非流动资产比重分别为74.09%、13.12%和4.96%。其中，固定资产主要为机器设备、房屋及建筑物以及运输工具等。长期股权投资本期增加2.97亿元，主要系：(1)公司子公司众和物流与其他合作方共同投资设立新疆众旺新丝路供应链管理有限公司，首批出资0.07亿元；(2)公司以增资方式向远洋科技投资0.90亿元；(3)公司对富江机械增资及受让部分股权支付2.00亿元。在建工程本期同比减少66.06%，主要系公司部分在建工程完工转入固定资产所致。同期，公司流动资产合计45.60亿元，占总资产比例为44.99%，主要由货币资金、应收票据、存货及预付款项构成，占流动资产比重分别为29.04%、24.63%、23.41%和6.43%。其中，货币资金较上年同比减少16.70%，受限资金为0.94亿元，占比较小；应收票据同比增长23.56%，主要系本期客户以银行承兑汇票方式支付货款增加所致；存货同比增长25.41%，已按规定计提了跌价准备；预付款项较上年同比减少34.31%，主要系本期结算预付的材料

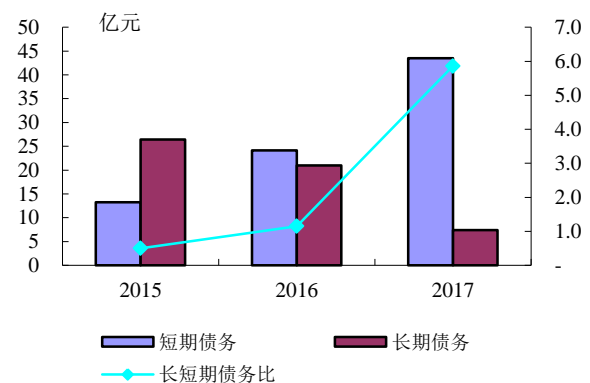
采购款减少所致。

负债构成方面，公司负债以流动负债为主。截至2017年末，公司流动负债合计55.71亿元，占总负债比例为83.26%，主要由一年内到期的非流动负债、短期借款、应付账款及应付票据构成，分别较上年同比增长254.83%、同比减少11.84%、同比减少10.72%和同比增长82.69%。同期，公司非流动负债合计11.20亿元，占总负债比重为16.74%，主要由长期借款构成，较上年基本保持稳定。

财务杠杆水平方面，截至2017年末，公司的资产负债率和总资本化比率分别为66.02%和59.66%，较上年分别减少0.13个百分点和增加1.75个百分点，整体处于适中水平。

从债务规模来看，截至2017年末，公司总债务为50.94亿元，同比增长12.79%。从债务期限结构来看，2017年，公司短期债务大幅增长至43.52亿元，主要是由于公司2011年公司债券、2017年公司发行6亿元短期融资券计入短期债务以及应付票据增加所致。同期，长期债务为7.42亿元，较上年大幅减少。截至2017年末，公司长短期债务比为5.86倍，较上年大幅上升，公司短期偿债压力增大。

图4：2015~2017年公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产规模稳步增长，财务杠杆处于适中水平，债务结构有待进一步优化。公司原材料采购的增加加大了运营资金需求，短期债务规模大幅上升，短期偿债压力增大。

盈利能力

2017年，公司根据市场情况对业务结构和产品结构进行了调整，减少贸易规模并增加合金产品的

生产，营业收入同比增长 8.28%至 60.06 亿元。其中，贸易业务收入同比下降 23.22%至 19.93 亿元；合金产品收入同比增长 235.17%至 9.44 亿元。此外，2017 年公司聚焦电子新材料主业的发展，当年电子新材料产品实现收入 21.65 亿元，较上年同比增长 13.02%。营业毛利率方面，公司 2017 年营业毛利率为 12.08%，较上年大幅上升 3.43 个百分点，主要有三方面原因：（一）收入结构变化，公司减少低毛利率贸易业务的开展，其收入占比由 46.78%进一步降至 35.09%；（二）产品结构变化，公司减少了部分低毛利率产品如铝制品的生产及销售；（三）成本降低，公司从原料采购到物料能源消耗，严格控制各项成本，主要产品毛利率均有所提升。

表 4：2015~2017 年公司主要产品收入和毛利率情况

单位：亿元

业务	2015		2016		2017	
	营业收入	毛利率 (%)	营业收入	毛利率 (%)	营业收入	毛利率 (%)
电子铝箔	5.74	17.42	4.71	23.14	6.03	29.06
电极箔	7.08	21.72	7.39	24.40	9.36	22.26
高纯铝	5.50	2.23	7.05	7.72	6.26	20.26
铝制品	5.24	1.66	4.05	0.73	5.77	2.33
合金产品	5.76	1.69	2.82	11.46	9.44	13.75
贸易	43.83	2.52	25.95	1.57	19.93	-0.29

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年，公司期间费用合计 5.83 亿元，同比增长 27.99%。具体来看，2017 年公司销售费用同比增长 41.88%，主要系产品销量增加以及运输费单价上涨所致；管理费用同比增长 52.76%，主要系公司本期加大科技创新力度、增加研发支出以及修理费用所致；财务费用同比增长 7.32%，主要是由于当期利息收入大幅减少。2017 年，公司三费收入占比较上年上升 1.49 个百分点至 9.70%，期间费用控制力有待加强。

表 5：2015~2017 年公司期间费用分析

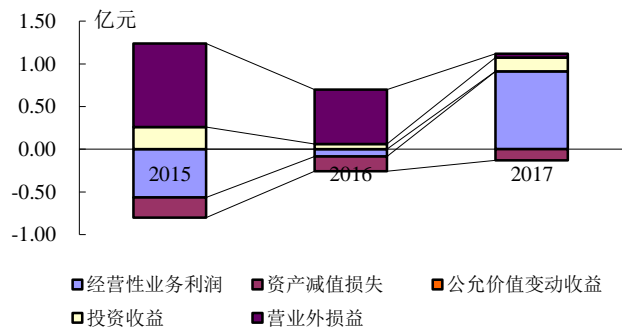
单位：亿元

	2015	2016	2017
销售费用	1.10	1.02	1.45
管理费用	1.63	1.29	1.98
财务费用	2.12	2.24	2.40
三费合计	4.85	4.55	5.83
营业总收入	76.27	55.47	60.06
三费收入占比	6.36%	8.21%	9.70%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2017 年，公司进一步推动成本控制，经营性业务扭亏为盈为 0.91 亿元，此外，当年公司取得投资收益 0.16 亿元和债务重组利得 0.03 亿元，对利润形成了一定程度的补充，当年利润总额为 1.24 亿元，同比大幅增长 180.07%。2017 年，公司取得净利润 1.20 亿元，同比增长 216.16%。

图 5：2015~2017 年公司利润总额分析



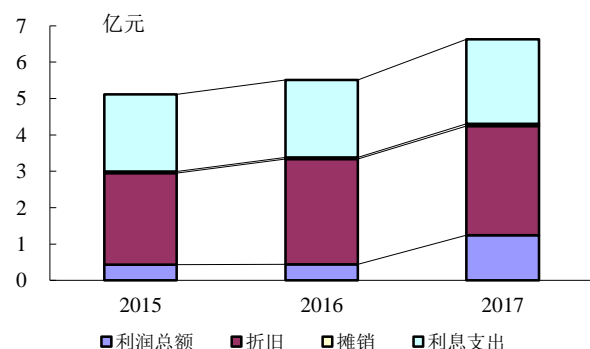
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于 2017 年公司缩小贸易业务规模、调整产品结构等措施，公司主营业务盈利能力有所上升，经营性业务扭亏为盈。未来随着公司对产品结构调整的进一步推动，获利能力或有望增长。

偿债能力

从 EBITA 构成来看，公司 EBITDA 主要由折旧、利息支出和利润总额构成。2017 年得益于公司利润总额的大幅增加，当年 EBITDA 规模为 6.62 亿元，同比增长 20.17%，整体获现能力增强。从主要偿债能力指标来看，2017 年公司总债务/EBITDA 为 7.69 倍，EBITDA 利息保障倍数为 2.86 倍，较上年均有所提升，但整体来看，公司 EBITDA 对债务利息的保障程度仍较低。

图 6：2015~2017 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从经营性现金流看，由于 2017 年公司销售业务回款比例增加，公司经营性净现金流同比大幅增长 245.34%至 1.92 亿元；同期的经营活动净现金/总债务由 2016 年 0.01 倍上升至 0.04 倍，经营活动净现金/利息支出由 2016 年 0.26 倍上升至 0.83 倍，公司经营性净现金流对债务本息的保障程度有所提高。

表 6: 2015~2017 年公司偿债能力分析

	2015	2016	2017
短期债务（亿元）	13.26	24.16	43.52
长期债务（亿元）	26.45	21.01	7.42
总债务（亿元）	39.71	45.17	50.94
经营活动净现金流（亿元）	4.24	0.56	1.92
EBITDA（亿元）	5.12	5.51	6.62
总债务/EBITDA（X）	7.76	8.19	7.69
经营净现金流/总债务（X）	0.11	0.01	0.04
EBITDA 利息倍数（X）	2.41	2.59	2.86
经营净现金流/利息支出（X）	2.00	0.26	0.83

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2017 年末，公司无对外担保及重大未决诉讼、仲裁事项，不承担由此产生的或有负债风险。

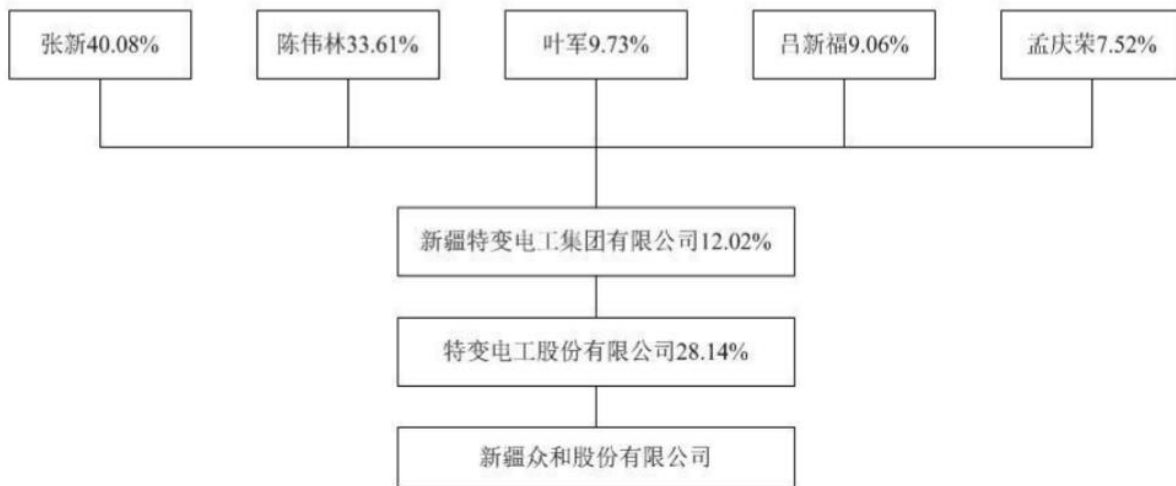
公司与银行等金融机构保持着良好的合作关系，融资渠道较为畅通。截至 2017 年末，公司获得银行授信总额度 140.42 亿元，未使用授信余额约 107.19 亿元，备用流动性较为充裕。

综上，公司的资本结构尚属稳健，财务弹性良好。2017 年公司大力推动提产增效及降本增效，适时调整产品结构，主营业务获利能力有所提升，经营性净现金流有所改善，整体偿债风险可控。但公司 2017 年短期债务大幅上升，短期偿债压力较大。

结 论

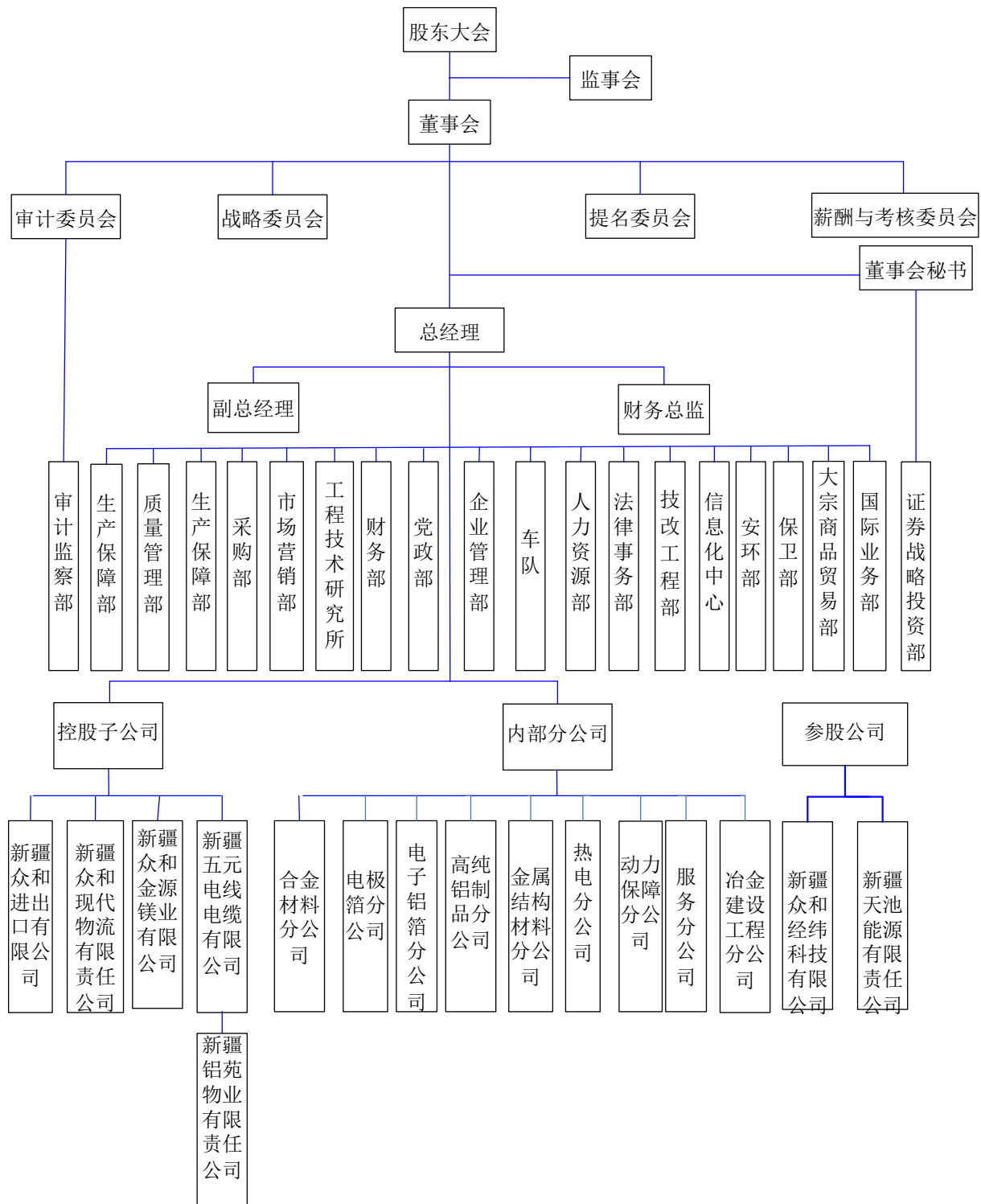
综上，中诚信证评维持新疆众和主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“新疆众和股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 **AA**。

附一：新疆众和股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

附二：新疆众和股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：新疆众和股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	140,297.99	158,994.88	132,449.50
应收账款净额	50,461.21	48,209.88	39,488.31
存货净额	104,960.39	85,114.79	106,744.78
流动资产	376,271.05	445,223.19	456,026.02
长期投资	29,177.28	39,414.23	75,881.14
固定资产	398,625.47	375,590.05	417,593.79
总资产	895,638.13	969,782.28	1,013,548.34
短期债务	132,585.66	241,593.98	435,157.69
长期债务	264,515.33	210,058.50	74,242.00
总债务（短期债务+长期债务）	397,100.99	451,652.48	509,399.69
总负债	570,194.69	641,523.76	669,115.07
所有者权益合计（含少数股东权益）	325,443.44	328,258.51	344,433.27
营业总收入	762,743.91	554,688.11	600,612.03
三费前利润	42,840.74	44,677.98	67,378.17
投资收益	2,601.09	614.42	1,634.42
净利润	2,500.02	3,782.18	11,957.56
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	51,181.42	55,117.43	66,233.74
经营活动产生现金净流量	42,405.61	5,566.36	19,222.86
投资活动产生现金净流量	-22,721.59	-22,225.25	-44,524.01
筹资活动产生现金净流量	-30,890.41	30,407.57	-1,926.74
现金及现金等价物净增加额	-12,300.76	13,362.89	-27,566.14
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	5.89	8.65	12.08
所有者权益收益率（%）	0.77	1.15	3.47
EBITDA/营业总收入（%）	6.71	9.94	11.03
速动比率（X）	0.99	0.92	0.83
经营活动净现金/总债务（X）	0.11	0.01	0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	0.32	0.02	0.04
经营活动净现金/利息支出（X）	2.00	0.26	0.83
EBITDA 利息倍数（X）	2.41	2.59	2.86
总债务/EBITDA（X）	7.76	8.19	7.69
资产负债率（%）	63.66	66.15	66.02
总资本化比率（%）	54.96	57.91	59.66
长期资本化比率（%）	44.84	39.02	17.73

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 短期融资券

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。