

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2018] 017 号

南宁糖业股份有限公司：

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司及发行的“12 南糖债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“12 南糖债”的债项信用等级 AA，同时将公司主体和“12 南糖债”列入信用评级观察名单。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一八年五月十七日



信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2018] 017 号

根据跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对南宁糖业股份有限公司及其发行的“12 南糖债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“12 南糖债”的债项信用等级 AA，同时将公司主体和“12 南糖债”列入信用评级观察名单。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一八年五月十七日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与南宁糖业股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与南宁糖业股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚工商企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由南宁糖业股份有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受南宁糖业股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 南宁糖业股份有限公司 2012 年公司债券信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2018 年 5 月 17 日



南宁糖业股份有限公司主体及 “12南糖债” 2018年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2018】017号

跟踪评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

“12南糖债”信用等级：AA

列入信用评级观察名单

评级时间：2018年5月17日

上次评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

“12南糖债”信用等级：AA

评级时间：2017年6月19日

债项概况

债项简称：“12南糖债”

发行额度：5.40亿元

发行日期：2012年9月17日

存续期限：7年，附第5年末发行人

上调票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：单利按年付息，到期一次还本

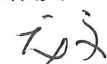
评级小组负责人

高君子



评级小组成员

龙文



邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街83号德胜国际中心B座7层 100088

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）认为南宁糖业股份有限公司（以下简称“南宁糖业”或“公司”）是国内制糖行业规模最大的国有控股上市公司，糖产量位居全国制糖行业前列，产品质量较好，市场竞争力较强；跟踪期内，公司在“双高”基地建设中，在蔗地资源获取及相关资金补助方面获得自治区政府较大支持；公司参与的南宁南糖产业并购基金收购的英联糖业集团持有的广西多家糖业公司2017年盈利有所提升，有助于增强公司竞争实力。

同时，东方金诚也关注到，2017年以来国内食糖价格持续下滑，公司机制糖销量下降，收入规模降幅较大，未来经营业绩面临较大不确定性；公司原料蔗采购价格有所上升、“双高”基地投入费用摊销增加导致吨糖成本上升，机制糖业务毛利率下降；公司主营业务获利能力明显下降，期间费用持续增长且占比较高，2017年处于亏损状态；公司存货大幅增加，存货周转率明显下降；跟踪期内，公司债务负担有所加重，债务结构以短期有息债务为主，公司经营活动现金流大幅净流出，对外部融资存在较大依赖。

综合考虑，东方金诚维持南宁糖业AA的主体信用等级，评级展望为稳定，并维持“12南糖债”的债项信用等级AA，同时将公司主体和“12南糖债”列入信用评级观察名单。

跟踪评级结果

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

“12 南糖债”信用等级: AA

列入信用评级观察名单

评级时间: 2018 年 5 月 17 日

上次评级结果

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

“12 南糖债”信用等级: AA

评级时间: 2017 年 6 月 19 日

债项概况

债项简称: “12 南糖债”

发行额度: 5.40 亿元

发行日期: 2012 年 9 月 17 日

存续期限: 7 年, 附第 5 年末发行人
上调票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式: 单利按年付息, 到期一次
还本

评级小组负责人

高君子



评级小组成员

龙文



邮箱: dfjc-gs@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-65660988

地址: 北京市西城区德胜门外大街 83 号德
胜国际中心 B 座 7 层 100088

主要数据和指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月 (未经审计)
资产总额(亿元)	56.70	66.99	73.75	82.44
所有者权益(亿元)	16.46	16.06	14.08	12.11
全部债务(亿元)	30.84	35.03	46.76	52.30
营业总收入(亿元)	31.38	35.89	29.06	6.97
利润总额(亿元)	0.48	0.33	-2.34	-1.96
EBITDA(亿元)	3.54	4.83	2.02	-
营业利润率(%)	14.10	14.07	9.96	-7.04
净资产收益率(%)	3.22	1.25	-14.03	-
资产负债率(%)	70.97	76.02	80.91	85.31
全部债务资本化比率	65.20	68.56	76.85	81.20
流动比率(%)	92.15	92.70	102.79	94.13
全部债务/EBITDA(倍)	8.72	7.26	23.15	-
EBITDA 利息倍数(倍)	2.36	2.63	0.98	-
EBITDA/本期债券余额	1.67	2.28	0.95	-

注: 表中数据来源于 2015 年~2017 年经审计的公司合并财务报告及 2018 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。本期债券发行金额 5.40 亿元, 截至本报告出具日, 本期债券余额为 2.12 亿元。

优势

- 公司是国内制糖行业规模最大的国有控股上市公司, 糖产量位居全国制糖行业前列, 产品质量较好, 市场竞争力较强;
- 跟踪期内, 公司在“双高”基地建设中, 在蔗地资源获取及相关资金补助方面获得自治区政府较大支持;
- 公司参与的南宁南糖产业并购基金收购的英联糖业集团持有的广西多家糖业公司 2017 年盈利有所提升, 有助于增强公司竞争实力。

关注

- 2017 年以来国内食糖价格持续下滑, 公司机制糖销量下降, 收入规模降幅较大, 未来经营业绩面临较大不确定性;
- 公司原料蔗采购价格有所上升、“双高”基地投入费用摊销增加导致吨糖成本上升, 机制糖业务毛利率下降;
- 公司主营业务获利能力明显下降, 期间费用持续增长且占比较高, 2017 年处于亏损状态;
- 公司存货大幅增加, 存货周转率明显下降;
- 跟踪期内, 公司债务负担有所加重, 债务结构以短期有息债务为主, 公司经营活动现金流大幅净流出, 对外部融资存在较大依赖。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及南宁糖业股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于南宁糖业股份有限公司提供的 2017 年度审计报告以及相关经营数据，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

南宁糖业股份有限公司（以下简称“南宁糖业”或“公司”）主要从事机制糖的生产与销售，控股股东为南宁振宁资产经营有限责任公司（以下简称“振宁公司”），实际控制人为南宁市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“南宁市国资委”）。

南宁糖业于 1999 年 5 月成立，是经广西壮族自治区人民政府桂政函[1998]75 号文批准，由南宁统一糖业有限责任公司（以下简称“统一糖业”）作为独家发起人，并向社会公开发行人民币普通股（A 股），以募集方式设立的股份有限公司。公司成立时注册资本 22400 万元，其中发起人国有股份 16800 万股，社会公众股 5600 万股；发起人国有股份由振宁公司持有，统一糖业自公司成立之日起注销法人资格。1999 年 5 月，公司股票在深圳证券交易所（以下简称“深交所”）挂牌上市交易，股票代码 000911.SZ。2015 年 6 月，公司以非公开发行方式向特定投资者非公开发行 2400 万股普通股，募集资金总额 4.75 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司股本为 32408.09 万股，控股股东振宁公司持股 42.20%，实际控制人为南宁市国资委。

公司是国内制糖行业生产规模最大的国有控股上市公司，主要产品包括白砂糖、赤砂糖等产品。2017/2018 年榨季公司机制糖产量 56.67 万吨，公司“云鸥牌”、“明阳牌”、“古府牌”、“大明山牌”白砂糖产品在国内具有较高知名度。公司在广西壮族自治区政府推动“双高”基地建设及糖业产业整合方面获得较大支持，截至 2017 年末，公司共获得“双高”基地政府补助累计达 4.27 亿元，“双高”基地建设将对公司甘蔗采购数量及质量提供一定保障。

截至 2017 年末，南宁糖业（合并）资产总额 73.75 亿元，负债总额 59.67 亿元，所有者权益 14.08 亿元，资产负债率 80.91%；纳入合并报表范围的子公司共 12 家。2017 年，公司实现营业收入 29.06 亿元，利润总额-2.34 亿元。

截至 2018 年 3 月末，南宁糖业（合并）资产总额 82.44 亿元，负债总额 70.32 亿元，所有者权益 12.11 亿元，资产负债率 85.31%。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.97 亿元，利润总额-1.96 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2012]1080 号”文件核准，公司于 2012 年 9 月 17 日发行 7 年期 5.40 亿元南宁糖业股份有限公司 2012 年公司债券（以下简称“12 南糖债”），票面利率 7.25%，起息日为 2012 年 9 月 17 日，按年付息，

到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。“12 南糖债”附第 5 年末公司上调票面利率和投资者回售选择权。2017 年 9 月 18 日，公司按时偿付利息。

“12 南糖债”存续满 5 年，按照《南宁糖业股份有限公司 2012 年公开发行公司债券募集说明书》的规定，“12 南糖债”回售数量为 3281762 张，回售金额为人民币 351952981 元（含利息）。

截至本报告出具日，上述募集资金均已按募集声明使用。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2018 年一季度宏观经济开局稳健，工业生产总体稳定，房地产投资超预期，消费拉动力增强有效抵消了净出口下滑对经济增长的影响

一季度宏观经济运行稳健。据初步核算，一季度国内生产总值 198783 亿元，同比增长 6.8%，增速与前两个季度持平，较上年同期下滑 0.1 个百分点。

工业生产总体平稳，利润增速有所回落。1-3 月全国规模以上工业增加值累计同比增长 6.8%，增速较上年全年加快 0.2 个百分点，与上年同期持平。其中，3 月工业增加值同比增长 6.0%，低于上年同期的 7.6%，主因今年春节较晚、企业复工较迟。1-2 月全国规模以上工业企业利润总额同比增长 16.1%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点，与同期 PPI 增速回落态势相一致。受高基数拖累，一季度 PPI 累计同比上涨 3.7%，涨幅较上年全年收窄 3.7 个百分点。

房地产投资超预期，拉动固定资产投资增速小幅走高。1-3 月全国固定资产投资累计同比增长 7.5%，增速较上年全年提高 0.3 个百分点。其中房地产投资同比增长 10.4%，增速较上年全年提高 3.4 个百分点，主因是前期土地购置高位运行带动当期土地购置费和房屋新开工面积增速上扬。基建投资（不含电力）同比增长 13.0%，增速较上年全年下滑 6.0 个百分点，主要受地方政府债务监管及 PPP 规范不断加码影响。制造业投资延续底部钝化，同比增长 3.8%，增速较上年全年下滑 1.0 个百分点，或与企业面临去杠杆压力及社融低增速有关。

消费对经济增长的拉动力增强，居民消费出现边际回暖迹象。一季度消费拉动 GDP 增长 5.3 个百分点，较上季度提高 1.2 个百分点，主因政府消费支出加快。1-3 月社会消费品零售总额累计同比增长 9.8%，增速较上年全年下滑 0.2 个百分点。不过，3 月当月社会消费品零售总额同比增速反弹至 10.1%，特别是金银珠宝、化妆品、家电等可选消费品零售增速回升态势明显，显示季末消费出现边际回暖迹象。受食品价格低基数影响，一季度 CPI 累计同比上涨 2.1%，涨幅较上年全年扩大 0.5 个百分点，但仍处温和区间。

净出口对经济增长的拉动由正转负。以美元计价，1-3 月我国出口额累计同比增长 14.1%，进口额同比增长 18.9%，外贸表现总体强劲。但由于同期货物贸易顺差同比收窄 19.7%，一季度净出口对经济增长的拉动由正转负，拖累当季 GDP 同比增速下降 0.6 个百分点。

东方金诚预计，二季度 GDP 增速仍将继续稳定在 6.8%。其中，投资增速预计稳中趋缓，净出口对经济增长的负向拉动有望减弱。由此，2018 年上半年 GDP 增

速也有望达到 6.8%。下半年中美贸易摩擦升级的风险需持续关注，其已成为当前我国宏观经济面临的重要不确定性因素。

政策环境

金融监管力度不减，M2 增速保持低位，社融“回表”趋势明显；央行降准意在优化流动性结构，货币政策仍将保持稳健中性

货币供应量增速保持低位。3 月末，广义货币(M2)余额同比增长 8.2%，增速较上年末提高 0.1 个百分点，但较上年同期低 1.9 个百分点，处历史低位附近，表明在严监管继续稳步推进背景下，金融去杠杆效果不断体现。3 月末，狭义货币(M1)余额同比增长 7.1%，为 2015 年 7 月以来最低，这主要受房地产市场持续降温影响。

社融回表趋势显著，存量增速创历史新低。一季度，社会融资规模增量为 55800 亿，同比少增 13468 亿；截至 3 月底，社融存量同比仅增长 10.5%，创有历史记录以来新低。主要原因是在严监管整治通道业务和资管嵌套背景下，表外融资受到强力约束。一季度新增人民币贷款保持坚挺，占当季新增社融比重超过八成，反映社融回表趋势显著。此外，受益于市场利率下行，一季度债市融资功能有明显恢复，同比多增 6843 亿元。

一季度央行稳健中性货币政策未变，但边际上略有放松，市场流动性整体较为宽松，货币市场利率中枢下行。展望二季度，央行自 4 月 25 日起下调部分金融机构存款准备金率，释放 4000 亿增量资金，对税期扰动形成对冲，市场流动性将保持总量平稳。总体上看，此次降准意在优化流动性结构，央行仍将保持稳健中性的货币政策。

一季度税收收入高增，财政支出增速明显回落，财政政策取向保持积极

财政收入保持高增长，财政支出增速显著下行。一季度财政收入累计同比增长 13.6%，增速较上年同期小幅下滑 0.5 个百分点。主要原因是“降费”政策下，非税收入累计同比下降 7.5%。税收收入同比增长 17.2%，增速较上年同期加快 2.6 个百分点，主要源于宏观经济延续稳中向好态势，以及工业品价格处于相对较高水平。一季度财政支出累计同比增长 10.9%，增速较上年同期下滑 10.1 个百分点。与上年相比，今年 3 月财政支出并未明显加码发力，显示在宏观经济开局良好以及经济发展由重速度转向重质量背景下，财政托底意愿不强。

财政政策取向保持积极。2018 年我国财政赤字率下调至 2.6%，较上年降低 0.4 个百分点，但财政政策取向保持积极，主要体现在两个方面：一是 2018 年减税降费政策力度将进一步加大，预计全年减轻企业税费负担 1.1 万亿元。二是综合考虑专项债规模扩大等因素，今年财政支出对实体经济的支持力度不会减弱，并正在向精准扶贫和节能环保等领域倾斜。今年减税效应将在 5 月份以后逐步体现，预计二季度财政收入增速或将回落至个位数；受今年支出进度进一步加快影响，二季度财政支出增速仍将保持较高强度。

综合来看，货币政策和财政政策在二季度将继续为宏观经济结构优化提供适宜的政策环境。

行业及区域经济环境

制糖行业

近年国内食糖消费相对稳定，工业食糖需求增速放缓，居民食糖消费水平有望保持增长

2017 年中国食糖总消费量为 1481.80 万吨，相较 2016 年增加 4.21%，食糖需求基本稳定。受国内制糖成本较高导致国际竞争能力较低影响，我国食糖出口量不大，2017 年中国食糖总出口量为 14.50 万吨，占比较小且对整体供需影响不大。

我国糖消费结构中居民消费和工业消费占比分别为 30%和 70%。2016 年，国内人均糖消费量约为 12.90kg/人，较 2010 年提高了 2.50 kg/人，但仅为全球平均水平 24kg/人的 53.75%。随着我国居民消费结构的升级，国内食糖消费水平将保持增长。同时，受人们健康意识不断提高及宏观经济增速下行压力加大等因素影响，国内工业食糖需求¹呈放缓趋势。

2017 年 1~10 月全国糖果产量累计同比增长 0.69%至 277.08 万吨，碳酸饮料产量减少 0.18%至 1481.14 万吨，果汁及果汁饮料仅增加 0.58%至 1990.01 万吨。2017 年乳制品产量较 2016 年减少 1.94%至 2935.00 万吨。2017 年 1~10 月罐头产量减少 0.99%至 1023.63 万吨，冷冻饮品产量增加 12.35%至 332.10 万吨。替代产品价格降低同时抑制了工业用糖需求，由于国内玉米连年高产，2016 年初，政府努力削减庞大的玉米库存，从而令其价格承压，而原料玉米价格的低迷进一步导致玉米淀粉糖价格走低²，提高了对白砂糖的竞争优势。

近年来，国内食糖产量逐渐增长，食糖总体供应过剩程度有所收窄

2016/2017 榨季³国内生产食糖 928.82 万吨，较上一榨季增长 6.74%，其中广西省食糖产量 529.50 万吨，占当季全国产量的 57.01%。我国国内食糖供应仍存在较大缺口，主要由配额内进口、配额外进口⁴及库存进行补充。

2017 年末，国内食糖库存 273.10 万吨，较 2016 年末减少 38.20%。2017 年，国内累计进口食糖 229.00 万吨，较上年下降 25.16%。2017 年中国食糖总供给量为 1754.90 万吨，较 2016 年下降 5.85%；同期，国内食糖消费总量 1481.80 万吨，仍然保持供过于求的局面，但供应过剩幅度较 2016 年有所收窄。

¹ 工业用糖主要行业为食品制造业和软饮料制造业，用糖量（糖值）较大的行业有果汁和蔬菜汁饮料、碳酸饮料、乳制品、饼干、糖果、罐头、糕点、凉茶饮料、冷冻饮品和速冻米面食品等。

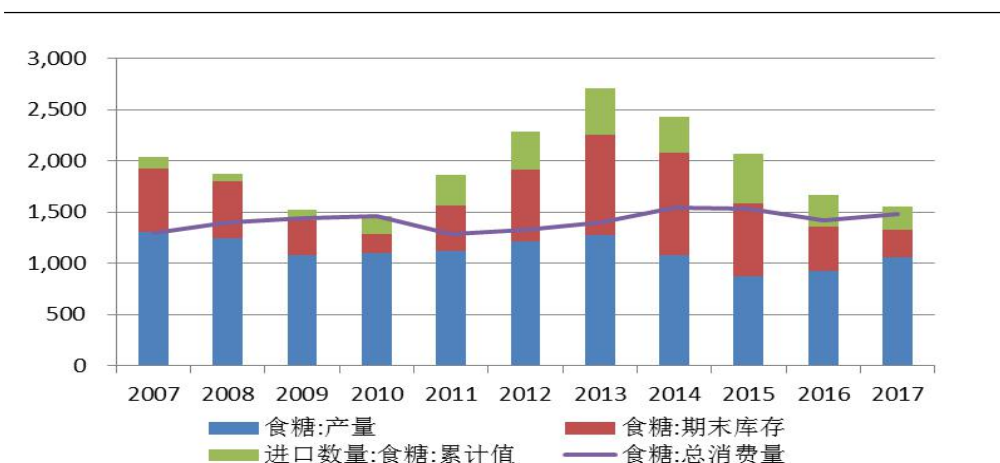
² 根据国家粮油信息中心数据，2017 年 6 月 1 日，吉林玉米淀粉糖出厂价格为 1800 元/吨，低于 2016 年 1 月 4 日价格 2300 元/吨。

³ 时间跨度为 2016 年 10 月~2017 年 6 月

⁴ 我国对食糖进口实行关税配额和自动进口许可管理，2004 年以来，食糖进口配额一直维持在 194.5 万吨；在该配额项内进口关税为 15%，配额外进口关税为 50%。

图1:2007~2017年中国食糖供给及国内消费量情况

单位:万吨



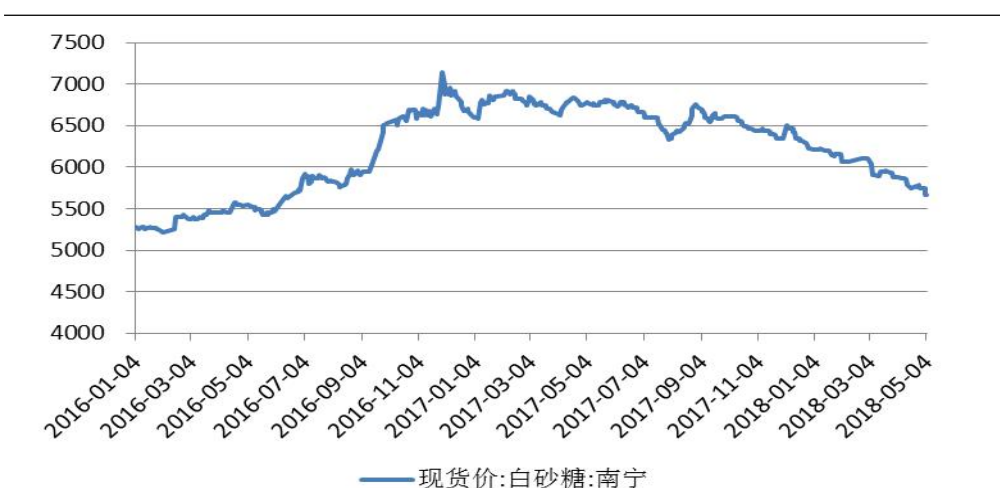
资料来源: Wind, 东方金诚整理。

2017年以来国内食糖价格持续下滑, 制糖行业整体面临较大价格风险

由于甘蔗单产水平低⁵, 种植成本较高, 导致国内糖价始终高于国际糖价。但国际原糖进口的存在导致国际和国内糖价具有一定联动性。2015/2016榨季开始后, 受国内食糖减产以及国家限制食糖进口预期⁶, 且国内消费量保持相对稳定等因素影响, 2016年国内食糖价格大幅回升。2015年末, 南宁白砂糖现货价格为5305.00元/吨, 2016年11月29日, 南宁白糖现货价格上升至7140.00元/吨。但自2017年以来, 受行业增产预期等因素影响, 南宁白糖现货价格出现持续下滑, 截至2018年5月4日, 南宁白糖现货价格下滑至5670.00元/吨。未来行业将面临较大价格风险。

图2: 2016年以来南宁白糖现货价格

单位: 元/吨



资料来源: Wind, 东方金诚整理

⁵ 巴西、印度和中国的单产水平分别为10吨/亩、6吨/亩和5吨/亩。

⁶ 2014年11月1日起, 商务部将配额外食糖纳入自动进口许可管理, 同时积极支持中国糖业协会发起的行业自律, 规范进口秩序。

业务经营

经营概况

跟踪期内，受原料蔗采购价格上升、机制糖销量下降等因素的影响，公司营业收入和毛利润均有所减少，综合毛利率有所下降

南宁糖业主要从事机制糖的生产与销售业务。2017 年，公司实现营业收入 29.06 亿元，较 2016 年下降 19.01%，其中机制糖业务收入占比 78.53%，公司营业收入主要来自机制糖业务。公司机制纸和运输及其他业务收入及占比均较小。

表 1：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入情况

单位：亿元、%

产品	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
机制糖	24.46	77.95	30.08	83.81	22.82	78.53	3.97	56.96
机制纸	2.64	8.41	2.53	7.05	3.28	11.29	0.54	7.75
运输及其他	4.28	13.64	3.28	9.14	2.96	10.19	2.46	35.29
合计	31.38	100.00	35.89	100.00	29.06	100.00	6.97	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年，公司毛利润 3.08 亿元。其中，机制糖业务毛利润占公司毛利润的比重为 77.60%。受原料蔗采购价格上升、机制糖销量下降以及“双高”基地投入费用摊销的增加等叠加因素的影响，2017 年及 2018 年 1~3 月公司毛利率有所下降，分别为 10.61%和-6.45%。

表 2：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司毛利润和毛利率情况

单位：亿元、%

产品	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
机制糖	3.30	13.49	4.61	15.33	2.39	10.47	-0.51	-12.72
机制纸	0.51	19.32	0.51	20.16	0.55	16.80	0.08	12.81
运输及其他	0.82	19.12	0.28	8.54	0.14	5.70	-0.02	-0.85
合计	4.63	14.75	5.40	15.05	3.08	10.61	-0.45	-6.45

资料来源：公司提供，东方金诚整理

机制糖业务

公司是国内制糖行业规模最大的国有控股上市公司，糖产量位居全国制糖行业前列，产品质量较好、市场竞争力较强

南宁糖业地处全国最大的食糖生产地区广西壮族自治区，是国内制糖行业规模最大的国有控股上市公司。公司机制糖产品包括白砂糖、药用辅料蔗糖、赤砂糖等，以白砂糖为主。公司“云鸥牌”、“明阳牌”、“古府牌”、“大明山牌”白砂糖产品质量较好，在国内具有较高知名度，市场竞争力较强。2017/2018 年榨季公司

机制糖产量 56.67 万吨。

公司已通过 ISO9001 质量管理体系认证、ISO9001:2008 质量管理体系认证、ISO22000:2005 食品安全管理体系认证、FSSC22000 食品安全体系认证，产品质量处于行业领先水平。公司亚法一级白砂糖连续 14 年获得“全国糖业质量工作会议”综合评比第一名，碳法一级白砂糖连续 11 年获得“全国糖业质量工作会议”综合评比第一名。

公司共有明阳糖厂、伶俐糖厂、东江糖厂、香山糖厂以及宾阳大桥、环江远丰⁷ 6 大生产基地。2017/2018 榨季，公司日榨能力⁸为 4.84 万吨/天，产能利用率为 89.67%，较上一个榨季均有所提高；2017 年，公司机制糖产量为 48.43 万吨，同比有所下降，主要由于 2017/2018 榨季开榨时间较 2016/2017 榨季开榨时间推迟半个月所致。

在甘蔗种植面积和原料蔗质量方面，2017/2018 榨季南宁糖业拥有甘蔗种植面积 99.41 万亩，进厂甘蔗数量 486 万吨，吨糖耗蔗 8.58 吨。

表 3：公司机制糖业务产能利用率情况

单位：万吨/天、%

产 品	2015/2016 榨季			2016/2017 榨季			2017/2018 榨季		
	日榨蔗 能力	平均日 榨蔗量	产能利 用率	日榨蔗 能力	平均日 榨蔗量	产能利 用率	日榨蔗 能力	平均日 榨蔗量	产能利 用率
机 制 糖	3.64	3.12	85.71	4.84	3.17	65.50	4.84	4.34	89.67

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受机制糖销量下降的影响，2017 年公司机制糖销售收入降幅较大

2017 年，公司机制糖销量为 39.87 万吨，较 2016 年下降 27.42%；产销率为 82.32%，较 2016 年明显下滑，主要由于 2017 年四季度白砂糖价格较前三季度明显回落，公司放缓了销售进度所致。

2017 年，公司机制糖销售收入为 22.82 亿元，尽管机制糖销售均价同比有所上升，但由于销售量出现较大幅度下降，导致销售收入同比下降 24.14%。

⁷ 公司竞拍获得广西永凯糖纸集团有限责任公司、广西永凯糖纸集团有限责任公司宾阳大桥分公司、宾阳县永凯大桥制糖有限责任公司名下位于宾阳县大桥镇生产区内现有整体资产及相关无形资产，实际成交金额为 62478.01 万元；公司以自有资金投入 6000 万元收购环江远丰糖业公司 75% 股权。

⁸ 受甘蔗生长周期及不宜储存的特点影响，制糖企业每年大约 10 月份开榨，次年 4 月份停榨，其余月份主要是机器检修等，为此衡量制糖企业的产能主要参考日榨蔗能力。

表 4：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司机制糖产销情况

单位：万吨、%、元/吨

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
机制糖产量	50.30	55.41	48.43	43.59
其中：白砂糖	48.52	52.71	44.95	40.82
赤砂糖	1.78	2.70	3.48	2.76
机制糖销量	54.65	57.65	39.87	7.58
其中：白砂糖	52.89	55.36	37.90	6.76
赤砂糖	1.76	2.29	1.97	0.82
机制糖产销率	108.65	104.04	82.32	17.39
其中：白砂糖	109.01	105.03	84.32	16.56
赤砂糖	98.88	84.81	56.61	29.71
白砂糖销售均价	5259.54	6365.03	6717.57	6230.55
赤砂糖销售均价	4496.92	5523.46	6309.48	5083.40

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司机制糖产品销售采取直销和经销两种方式进行，主要客户包括大型食品饮料企业和大型糖业经销商，针对大型客户，公司一般会给予 1 至 3 个月的销售账期。公司机制糖的销售模式为现货交易，价格随行就市，公司主要参考郑州白糖期货、南宁、柳州等主要食糖交易市场的现货价格、广西主要产糖企业的销售价格综合确定。公司客户集中度高，2017 年，公司前五大客户销售额占比为 58.44%，其中向第一大客户广西鼎华商业股份有限公司及其关联方销售额占比为 25.08%。

表 5：2017 年公司前五大客户情况

单位：亿元、%

序号	前五大客户名称	销售金额	占当年销售收入比例
1	广西鼎华商业股份有限公司及其关联方	7.29	25.08
2	加多宝（中国）饮料有限公司及其关联方	3.74	12.88
3	广东南蒲糖纸有限公司	2.70	9.30
4	佛山市海天（高明）调味食品公司	1.83	6.30
5	天津娃娃哈宏振食品饮料贸易有限公司及其关联方	1.42	4.88
合计		16.98	58.44

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，受原料蔗采购价格上升、“双高”基地投入费用摊销增加的影响，公司吨糖成本有所增加，机制糖业务盈利能力大幅下降

2017 年，公司机制糖毛利率 10.47%，同比下降 4.86 个百分点，盈利能力大幅下降，主要系 2017 年公司原料蔗采购价格上升、“双高”基地投入费用摊销的增加所致。受限于成本控制能力较弱，公司毛利率水平较低。

2017/2018 榨季，广西壮族自治区继续执行全区统一的普通糖料蔗收购首付价政策，糖料蔗收购首付价定为 500 元/吨，于每吨一级白砂糖平均含税销售价格超过 6800 元时启动挂钩联动，挂钩联运价系数维持 6%⁹，于二次结算时支付给蔗农。

⁹ 食糖平均销售价格上涨 100 元/吨，则甘蔗收购价格相应上涨 6 元/吨。

表 6：近三个榨季南宁市蔗价与糖价挂钩联动情况

单位：元/吨

项目	2015/2016 榨季	2016/2017 榨季	2017/2018 榨季
一级白砂糖基准销售价格	5967	6800	6800
普通糖料蔗联动收购首付价格	450	500	500

资料来源：公开资料，东方金诚整理

公司根据自治区物价局和糖业发展办公室规定制定甘蔗收购价格，2017 年，公司原料蔗平均收购价格为 506.36 元/吨，较上年有所提升，主要由于 2016 年上半年原料蔗首付价格按照 450 元/吨的价格采购、而 2017 年全年均按照 500 元/吨的首付价格采购所致。公司原料蔗采购价格由政府制定且与机制糖销售价格挂钩，公司不具备原料蔗采购定价能力。南宁市物价局 2017 年 12 月 6 日发布的《关于南宁市 2017/2018 年榨季糖料蔗收购价格有关问题的通知》，优良品种糖料蔗收购价格加价 30 元/吨，因此 2017 年和 2018 年一季度原料蔗采购均价高于首付价格。公司原料蔗采购价格由政府制定且与机制糖销售价格挂钩，公司不具备原料蔗采购定价能力。

表 7：2015 年～2017 年及 2018 年 1～3 月公司原料甘蔗收购情况

单位：元/吨、万吨

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月
原料蔗平均收购价	425.72	488.60	506.36	510.00
原料蔗收购量	407.90	439.53	364.90	344.13

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司机制糖业务生产成本主要由直接材料、人工工资、制造费用和能源动力等成本构成，公司采购原材料主要为甘蔗，原料蔗采购金额占机制糖业务成本的 70% 以上。南宁糖业甘蔗原料生产基地覆盖南宁市七城区。2017 年，公司原料甘蔗收购数量 364.90 万吨，较上一年有所减少。

表 8：2015 年～2017 年及 2018 年 1～3 月公司机制糖吨糖营业成本构成

单位：元/吨、%

项目	2015 年 每吨成本	2016 年 每吨成本	2017 年 每吨成本	2018 年 1～3 月 每吨成本
原材料	3211.97	3727.62	4321.23	5058.24
人工工资	287.56	232.81	336.33	365.97
制造费用	170.29	359.60	356.89	356.44
能源和动力	200.48	97.63	110.07	132.59
合计	3870.31	4417.66	5124.52	5913.84

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年，机制糖单位成本较上年增长 16.00%。单位原材料成本、单位人工和单位能源动力均较上年增加。单位原材料成本的上升主要由于一方面 2017 年糖料蔗采购价格的上升导致单位材料成本上升，另一方面，公司“双高”基地自营种植

部分由于亩产明显低于预期，前期投入费用在 2017 年进行了集中摊销，导致糖料蔗单位成本的上升。单位人工和单位能源动力的增加主要由于 2017 年销量减少，单位成本上升。

2014~2016 年，由于对“双高”基地财务核算规则不明确，公司在账务上将“双高”基地视同一个种植大户处理，将投入的款项记入预付款，在甘蔗砍收后，按物价局定价将收回的甘蔗冲减预付款。由于“双高”基地亩产明显低于预期¹⁰，公司投入的预付款未能及时全额冲减，公司于 2017 年四季度一次性将此前年份累积的未冲减预付款进行摊销，增加了 2017 年度的亏损。

2018 年 1~3 月，公司机制糖业务毛利率进一步下滑为负，主要由于白砂糖价格持续下降以及 2017 年下半年公司购进储备糖加工所致。2018 年一季度白砂糖销售均价持续下滑，南宁白糖现货价格从 2017 年末的 6220 元/吨下降至 2018 年 3 月末的 5875 元/吨。另外，2017 年 9 月~11 月，公司从广西华洋糖业储备中心购进了 8.80 万吨储备糖，用于回溶提炼新糖，采购均价为 6006.27 元/吨，回溶加工费约 250 元/吨，投入产出率为 96.70%。该部分回溶加工新糖于 2017 年 11 月和 12 月销售 8148 吨，2018 年 1~3 月销售 3.43 万吨。由于 2018 年 1~3 月白砂糖市场价格下行，回溶加工新糖销售导致 2018 年 1~3 月亏损有所增加，且大部分回溶加工新糖尚未出售，对公司未来经营业绩将产生不利影响。

跟踪期内，公司“双高”基地在蔗地资源获取及相关资金补助方面获自治区政府较大支持，但公司自营种植业务亩产低于预期，对公司经营业绩造成不利影响

根据广西壮族自治区政府于 2016 年 11 月颁布的广西糖业发展“十三五”规划（以下简称，糖业十三五规划）指出，未来将争取设立糖业产业发展基金，投资于品种选育、产业转型升级改造、企业兼并重组及资本化运作，促进产业做大做强。同时，规划还指出，将强化“双高”基地¹¹“四化”（经营规模化、种植良种化、水利现代化和生产机械化）建设；“十三五”期间，全区保持 1500 万亩的原料蔗生产能力，确保常年生产面积稳定在 1200 万亩（其中“双高”核心基地 500 万亩）。

“双高”基地建设方面，公司于 2015 年开始承接“双高”甘蔗生产基地建设项目，截至 2018 年 4 月末，公司在建“双高”基地共 42.00 万亩，其中土地流转的“双高”基地面积 22.00 万亩，小块并大块农民自主经营、农业公司及合作社等基地面积 20.00 万亩。公司“双高”基地覆盖蔗区原料甘蔗生产核心区域，包括南宁市的江南区、武鸣区、宾阳县等。2017 年，公司获得“双高”基地政府补助 1.19 亿元，公司投入 4.97 亿元。未来公司计划建成“双高”基地 50 万亩，“双高”基地建设将对公司甘蔗采购数量及质量提供一定保障。

公司“双高”基地经营存在大户承包经营和自营种植两种模式。大户承包经营即公司在“双高”基地建设完成后将基地外包给大户进行甘蔗种植。自营种植即公司成立种植子公司经营。2017 年 10 月 26 日，公司公告以自有资金设立南宁南糖香山甘蔗种植有限责任公司（以下简称“香山种植公司”）和南宁南糖东江甘蔗种植有限责任公司（以下简称“东江种植公司”）2 家全资子公司，2017 年 12 月起

¹⁰ 根据企业测算，“双高”基地盈亏平衡产量为亩产 5.50 吨。

¹¹ 优质高产高糖糖料蔗基地。

负责“双高”基地的运营。2017/2018 榨季香山种植公司和东江种植公司甘蔗种植面积分别为 110317 亩和 22926 亩。跟踪期内，公司自营种植甘蔗亩产未达预期，2017/2018 榨季香山种植公司和东江种植公司亩产分别为 4.27 吨/亩和 2.61 吨/亩，均明显低于盈亏平衡产量 5.50 吨/亩。

2017 年，公司参与的产业并购基金旗下收购的广西多家糖业公司盈利有所增长，有助于增强公司竞争实力

2016 年 8 月，南宁南糖产业并购基金（有限合伙）¹²（以下简称“合伙企业”）成立，合伙企业作为南宁糖业产业整合的平台，主要投资与南宁糖业的主营业务相关、能形成规模效应或协同效应的国内外糖业资产，在符合上市公司资产收购、重组等相关监管政策规定的前提下，应将相关资产优先转让给南宁糖业。

2016 年 9 月，合伙企业收购了 AB Sugar China Holdings Limited 及 AB Sugar China Limited（合称“英联糖业集团”）持有的在广西境内的广西博宣食品有限公司 70%的股权、广西博爱农业科技发展有限公司 70%的股权、广西博华食品有限公司 70.94%的股权和广西博庆食品有限公司 60%的股权。南宁糖业属于制糖行业的上市公司，对制糖企业的经营、管理等方面有丰富的经验，为了确保合伙企业收购的糖企能正常、健康运行，南宁糖业与合伙企业签订《管理顾问服务协议》，负责为广西博宣食品有限公司等四家企业提供管理咨询和生产指导服务。2017 年上述 4 家糖业公司净利润合计 1.18 亿元，同比增长 151.06%。

表 9：2017 年英联各厂主要财务指标情况

单位：亿元、%

项目	年末总资产	年末总负债	年末所有者权益	年末资产负债率	全年营业收入	全年净利润
博爱	0.12	0.05	0.07	43.29	0.03	- ¹³
博华	3.46	0.81	2.65	22.44	4.54	0.21
博宣	4.89	2.60	2.29	58.54	8.81	0.83
博庆	7.51	9.67	-2.16	131.33	9.90	0.15
合计	15.97	13.13	2.84	84.87	23.29	1.18

资料来源：公司提供，东方金诚整理

机制纸业务、运输及其他业务

跟踪期内，机制纸业务收入有所上升，毛利率有所下降

南宁糖业机制纸产品主要包括无尘纸、卷筒纸、卫生纸和纸模餐具等。跟踪期内，公司机制纸产能利用率和产销率处于较高水平。2017 年，公司机制纸业务收入 3.28 亿元，有所上升，主要由于 2017 年将子公司广西舒雅护理用品有限公司（以下简称“舒雅护理”）的营业收入并入，扣除舒雅护理营业收入后机制纸业务收入

¹² 2016 年 11 月 30 日南宁糖业上市公司披露，南宁南糖产业并购基金（有限合伙）认缴出资总额为 288475 万元，合伙人分别为民加资本投资管理有限公司（普通合伙人）、光大浸辉投资管理（上海）有限公司（普通合伙人）、深圳国海创新投资管理有限公司（普通合伙人）、民生加银资产管理有限公司（优先级有限合伙人）、广西农村投资集团有限公司（劣后级有限合伙人）和南宁糖业（劣后级有限合伙人），五家公司出资比例分别为 0.009%、0.009%、0.346%、59.797%、31.199%、8.64%。合伙企业执行事务合伙人为深圳国海创新投资管理有限公司，与民加资本投资管理有限公司作为合伙企业的联合管理人。

¹³ 实际金额为-157123.81 元。

同比有所下滑。2017 年机制纸业务毛利率为 16.27%，较 2016 年有所下滑，主要由于 2016 年机制纸销售订单中包含宝洁等高端客户、高毛利率订单，而 2017 年该类订单较少所致。

表 10：2015 年～2017 年及 2018 年 1～3 月公司机制纸业务产能产量情况

单位：万吨、%

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月
产能	1.55	1.55	1.55	1.55
产量	1.74	1.64	1.55	0.35
销量	1.83	1.65	1.54	0.35
产能利用率	112.05	105.62	100.00	22.58
产销率	105.63	100.70	99.61	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年，公司运输及其他业务收入有所增加，毛利率有所下降，盈利能力不强

公司运输及其他业务收入主要来源于道路普通货物运输，该部分收入占比较小，2017 年，公司运输费及其他业务收入为 2.96 亿元，毛利润为 0.14 亿元。

企业管理

跟踪期内，公司部分管理人员发生变动，2017 年 5 月 19 日，李宝会先生因个人原因辞去第六届董事会董事、董事会战略委员会委员及副总经理职务，东方金诚将持续关注管理层变化对公司经营的影响。

财务分析

财务质量

南宁糖业提供了 2017 年合并财务报告和 2018 年一季度合并财务报表。瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2018 年一季度合并财务报表未经审计。2017 年，公司合并范围新增南宁南糖香山甘蔗种植有限责任公司和南宁南糖东江甘蔗种植有限责任公司两家子公司，纳入合并范围的子公司为 12 家，见附件三。

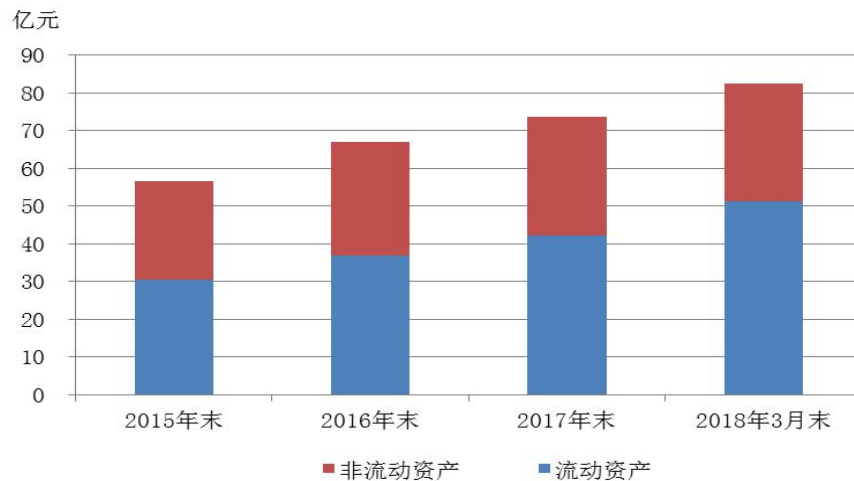
资产构成与资产质量

跟踪期内，资产构成仍以流动资产为主，受机制糖销量同比下降和机制糖季节性集中生产的影响，公司存货大幅增加，存货周转率大幅下降

截至 2017 年末，公司资产总额为 73.75 亿元，较 2016 年末同比增长 10.10%，主要系存货增加所致。2017 年末流动资产和非流动资产分别为 42.24 亿元和 31.52 亿元，占比分别为 57.27%和 42.73%，公司资产仍以流动资产为主，占比较上一年

变化不大。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 82.44 亿元，较 2017 年末增加 11.77%，主要系机制糖销量下降导致存货大幅增加所致。

图3：2015年~2017年末及2018年3月末公司资产构成情况

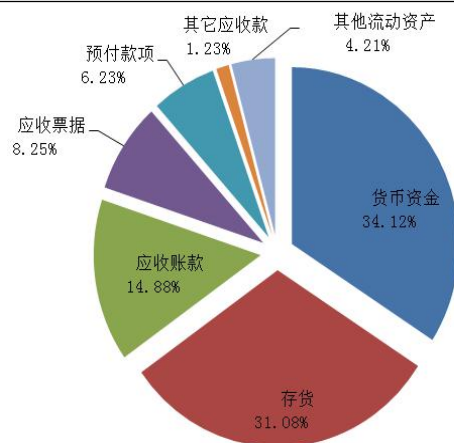


资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 流动资产

截至 2017 年末，公司流动资产 42.24 亿元，主要由货币资金、存货、应收账款、应收票据和预付款项等组成，占比分别为 34.12%、31.08%、14.88%、8.25%和 6.23%，合计占比为 94.56%。2018 年 3 月末，公司流动资产 51.23 亿元，较 2017 年末同比增长 21.28%，主要系机制糖具有季产年销的特征，生产期集中在 1~3 月，且 2018 年一季度机制糖销量同比大幅下降存货增加所致。

图4：截至2017年末公司流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年末公司货币资金为 14.41 亿元，较 2016 年末增加 1.32%。2017 年末公司货币资金中，受限制货币资金 1.20 亿元，主要包括信用证保证金 1.17 亿元、银行承兑汇票保证金 0.03 亿元。

公司存货 2017 年末账面价值为 13.13 亿元，较 2016 年末增加 174.92%，主要

系 2017 年白砂糖价格到达高点后有所回落公司放缓销售进度、当年产品销售有所减少所致。2017 年末，公司存货中库存商品、消耗性生产物资¹⁴和原材料占比较大，分别为 38.69%、32.91%和 24.71%，公司存货共计计提跌价准备 0.06 亿元。2017 公司存货周转次数为 2.90 次，较 2016 年 7.77 次大幅下滑，主要由于 2017 年销量下滑导致存货规模增加所致。

公司应收账款主要为应收货款，2017 年末账面价值为 6.28 亿元，较 2016 年末减少 16.45%，应收账款随着公司营业收入下降而有所下降。2017 年末，公司应收账款计提坏账准备 0.47 亿元，其中对南宁金浪浆业有限公司应收账款全额计提坏账准备 0.13 亿元。2017 年公司应收账款周转次数为 3.76 次，较 2016 年有所下降，公司销售回款有所放缓。

2017 年末公司应收票据为 3.49 亿元，较 2016 年末减少 10.14%。公司应收票据主要为商业承兑汇票，2017 年末，商业承兑汇票占应收票据比例为 86.05%。

2017 年末公司预付款项为 2.63 亿元，较 2016 年末增加 2.30%。2017 年末，公司预付款项主要由预付蔗农款和武鸣县惠丰农机专业合作社农机货款等构成，占比分别为 48.93%和 15.32%。

2018 年 3 月末，流动资产构成中存货占比显著上升，主要由于一季度白砂糖销售量同比大幅下降、同时集中生产的季节性因素导致白砂糖库存大量增加所致。

2. 非流动资产

截至 2017 年末，公司非流动资产为 31.52 亿元，较 2016 年末增加 4.58%。公司非流动资产主要由固定资产、无形资产、其他非流动资产及长期待摊费用构成，2017 年末占比分别为 52.22%、17.15%、8.90%和 7.97%。2018 年 3 月末，公司非流动资产 31.21 亿元，同比下降 0.97%。

2017 年末公司固定资产为 16.46 亿元，较 2016 年末增加了 1.03%。截至 2017 年末，固定资产主要由机器设备、房屋及建筑物构成，占固定资产账面价值的比例分别为 57.39%和 36.13%；暂时闲置的固定资产期末账面价值为 0.25 亿元，累计折旧 0.52 亿元。

2017 年末公司无形资产 5.40 亿元，较 2016 年末增加 2.83%，2017 年末，土地使用权和通过收购资产得到的蔗区资源账面价值占无形资产的比例分别为 36.16%和 62.42%。

2017 年末公司其他非流动资产 2.81 亿元，较 2016 年下降 5.55%。其他非流动资产主要由南宁南糖产业并购基金（有限合伙）构成，占其他非流动资产的比例为 88.85%。

2017 年末公司长期待摊费用为 2.51 亿元，较 2016 年末增加 60.58%，主要“双高”基地摊销费用增加 1.21 亿元所致。

从资产受限情况来看，2017 年末公司受限资产 2.73 亿元，主要是固定资产 1.52 亿元和货币资金 1.20 亿元。受限固定资产为与交银租赁开展融资租赁业务的售后回租固定资产，主要为机器设备；受限货币资金主要为信用保证金。2017 年末受限资产在资产总额中占比 2.06%。

¹⁴ 消耗性生物资产是指为在将来收获为农产品的生物资产，本公司消耗性生物资产为生长中的大田作物甘蔗。

资本结构

跟踪期内，受经营亏损的影响，公司未分配利润持续为负，所有者权益有所下降

截至 2017 年末，公司所有者权益为 14.08 亿元，较 2016 年末减少了 12.13%；公司未分配利润为-5.13 亿元，较 2016 年末减少 1.93 亿元；资本公积较 2016 年末变化不大。

2018 年 3 月末，公司所有者权益为 12.12 亿元，主要由资本公积和实收资本构成，占比分别为 118.90%和 26.76%。2018 年 3 月末公司所有者权益较上年末有所下降，主要由于一季度亏损 1.97 亿元导致未分配利润下降所致。

跟踪期内，公司有息债务规模有所增长，债务负担有所加重，债务结构仍以短期有息债务为主，短期偿债压力加大

截至 2017 年末，公司负债总额为 59.67 亿元，较 2016 年末增加了 17.17%，主要系银行借款和应付债券增加所致。2017 年末公司流动负债占负债总额的比重为 68.86%，负债结构仍以非流动负债为主。2018 年 3 月末，公司负债总额 70.32 亿元，同比增长 17.85%，主要系短期借款和应付账款增加所致。

1. 流动负债

2017 年末公司流动负债为 41.09 亿元，较 2016 年末增加了 3.36%，主要由短期借款增加所致。2017 年末公司流动负债主要由短期借款和应付账款构成，占比分别为 75.87%和 13.89%。2018 年 3 月末，公司流动负债 54.42 亿元，同比增长 32.45%，主要系新增短期借款、长期借款转入一年内到期非流动负和应付账款增加所致。

2017 年末公司短期借款为 31.18 亿元，较 2016 年末增加 14.75%，公司新增短期借款主要用于置换到期的短期借款、补充流动资金和支付甘蔗收购款。2017 年末公司短期借款主要为信用借款和商业承兑汇票贴现，占比分别为 86.11%和 8.34%。

应付账款主要为应付供应商货款，2017 年末账面价值为 5.71 亿元，较 2016 年末减少 19.03%，主要由于应付甘蔗款减少所致。

2. 非流动负债

2017 年末公司非流动负债为 18.58 亿元，较 2016 年末增加 66.30%，主要系应付债券及长期借款增加所致。2017 年末公司非流动负债主要由应付债券、长期借款和递延收益构成，占比分别为 53.87%、24.43%和 16.20%。2018 年 3 月末，公司非流动负债 15.90 亿元，同比下降 14.42%，主要系长期借款转入一年内到期非流动负债所致。

2017 年末公司应付债券 10.01 亿元，较上年末增加 86.79%，主要由于 2017 年公司发行“17 南糖债”“17 南糖 02”共计 8.00 亿元，同时“12 南糖债”于 2017 年 9 月 13 日支付回售款 3.52 亿元所致。

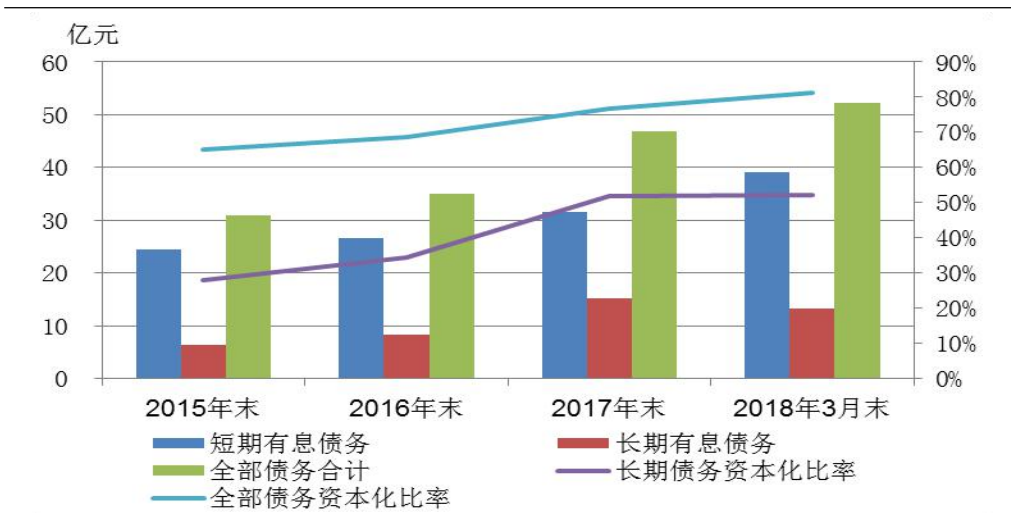
2017 年末公司长期借款 4.54 亿元，较上年末增加 49.34%，新增长期借款为 2 年期流动资金借款。公司长期借款全部为信用借款。

2017 年末公司递延收益 3.01 亿元，较上年末增加 8.47%，主要由于政府补助增加所致。公司递延收益全部为政府补助。2017 年新增“双高”基地相关政府补贴金额为 1.13 亿元，为政府补贴的主要来源。根据项目完成情况，2017 年政府补助计入到其他收益的金额为 0.97 亿元。2017 年末递延收益中收到“双高”基地相关政府补助为 2.30 亿元。

3. 有息债务

有息债务方面，截至 2017 年末，公司全部债务¹⁵为 46.76 亿元，较 2016 年末增加 33.47%，主要是由短期借款和应付债券增加所致。公司债务仍以短期有息债务为主，短期有息债务占全部债务的比重为 67.44%，较上一年末下降 8.59 个百分点。截至 2018 年 3 月末，公司全部债务为 52.30 亿元，其中，短期有息债务和长期有息债务占比分别为 74.84%和 25.16%。跟踪期内，公司债务规模快速增长，主要由于公司销量下滑资金回收放缓，需要通过银行贷款集中支付甘蔗款所致。

图5：公司2015年~2017年末及2018年3月末债务情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年末，公司资产负债率为 80.91%，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 51.95%和 76.85%。截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率为 85.31%，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 52.07%和 81.20%。随着公司债务规模的增加，债务负担进一步上升。

截至 2018 年 3 月末，公司拥有银行总授信额度 72.45 亿元，已使用额度 42.50 亿元。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司平均资金使用成本分别为 4.82%和 4.92%。

4. 对外担保

截至 2018 年 3 月末，公司无对外担保。

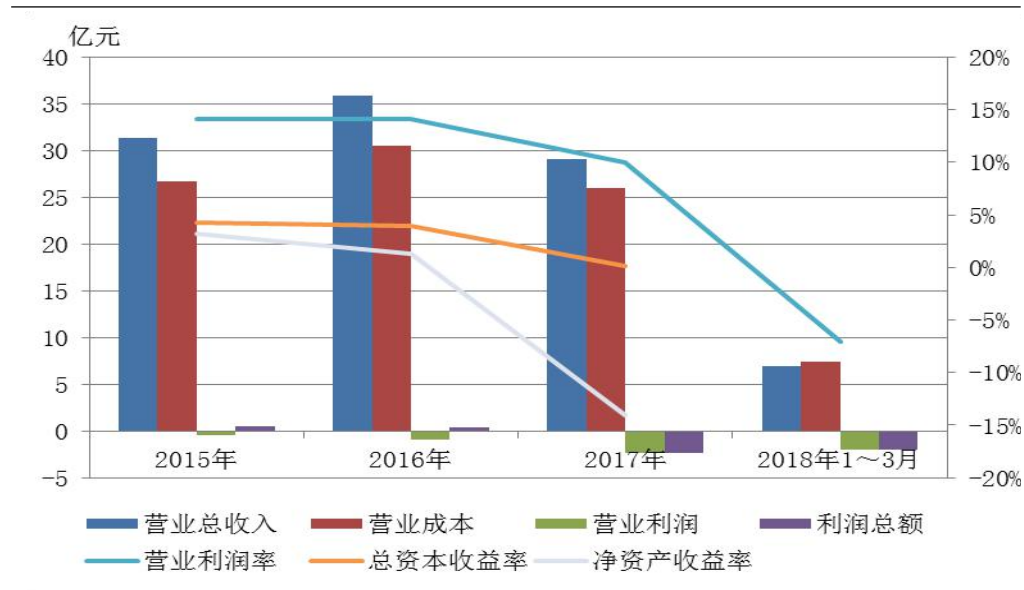
盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和主营获利能力均明显下降；期间费用持续增长且占比较高，公司处于亏损状态

¹⁵ 短期借款中商业承兑汇票贴现非公司付息债务。

2017 年公司实现营业收入 29.06 亿元,同比下降 18.56%;营业利润率为 9.96%,较 2016 年下降 4.11 个百分点,主营获利能力明显下降。

图 6: 公司 2015 年~2017 及 2018 年 1~3 月年盈利能力情况



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2017 年公司期间费用为 6.20 亿元,较 2016 年增加 8.51%,占营业收入的比重为 21.35%,较 2016 年增加了 5.41 个百分点,销售费用、管理费用和财务费用均有所增加;其中,管理费用为 3.22 亿元,同比上升 5.26%,主要由于 2017 年糖厂检修次数增加,造成修理费用同比增加 1891.70 万元;销售费用为 0.86 亿元,同比上升 8.70%,主要由于 2017 年机制糖销售的含运费订单增加造成运输费用增加 520.30 万元所致;财务费用为 2.12 亿元,同比增加 13.77%,主要由于 2017 年有息债务规模增加导致利息支出增加所致。2018 年 1~3 月,公司期间费用占营业收入比重为 26.14%,持续上升。公司期间费用控制能力较弱。

表 11: 2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司期间费用情况¹⁶

单位: 亿元、%

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
销售费用	0.86	0.80	0.86	0.24
管理费用	2.68	3.06	3.22	1.00
财务费用	1.44	1.86	2.12	0.58
合计	4.97	5.72	6.20	1.82
占营业收入比重	15.85	15.93	21.35	26.14

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2017 年公司营业利润为-2.29 亿元,较 2016 年减少 1.43 亿元,主要由于 2017 年原料蔗采购价格上升、机制糖销量下降、“双高”基地投入费用摊销的增加以及期间费用的增加所致。公司利润总额为-2.34 亿元,较 2016 年减少 2.67 亿元。2017 年营业外收入为 180.30 万元,较 2016 年下降 98.65%,主要系会计准则的修改,

¹⁶ 由于四舍五入,合计数与分项加总数不一致

将政府补助单独列示为其他收益科目核算所致。¹⁷2017 年，公司其他收益为 1.09 亿元，全部为政府补助。2017 年，公司利润总额和净利润分别-2.34 亿元为-1.96 亿元，处于亏损状态。2017 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 0.13% 和-14.03%。

2018 年 1~3 月，公司营业收入为 6.97 亿元，营业利润率为-7.04%，营业利润-1.96 亿元，利润总额为-1.96 亿元，净利润为-1.97 亿元。

现金流

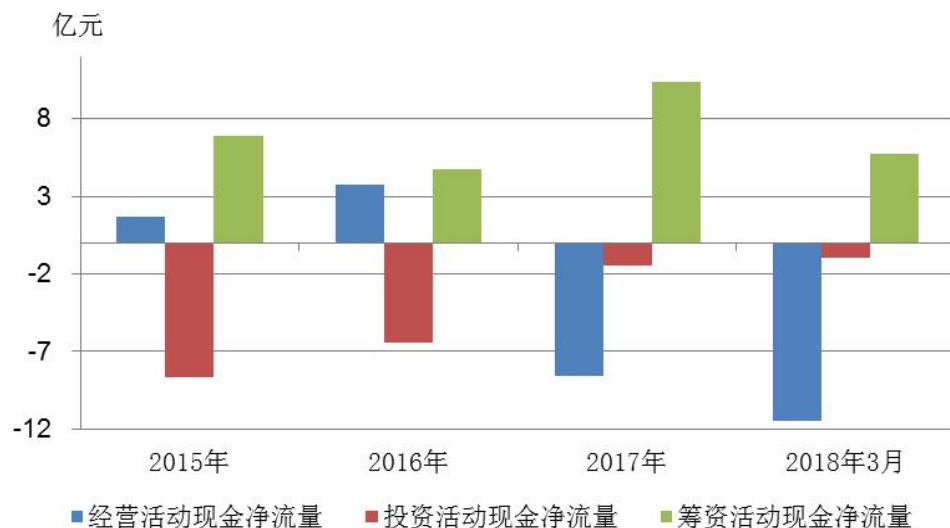
2017 年，受机制糖销量下降及甘蔗采购量增加的影响，公司经营性现金流呈现净流出，对外部融资存在较大依赖

2017 年，公司经营活动现金流入为 35.34 亿元，主要为销售商品收到的现金流入；公司经营活动产生的现金流量净额为-8.61 亿元，较 2016 年大幅下降 329.18%，主要由于当期公司机制糖销量下降，但甘蔗采购量增加，存货增加所致。

2017 年公司投资活动产生的现金流量净额为-1.46 亿元，较 2016 年增加 4.56 亿元，主要系本年度投资活动减少所致；筹资活动产生的现金流量净额为 10.37 亿元，较 2016 年增加 117.87%，主要由于公司新增借款所致，对外部融资存在较大依赖。

2018 年 1~3 月，公司经营性净现金流为-11.46 亿元，主要系一季度白砂糖销售量同比大幅下滑、甘蔗采购款集中支付所致；同期，公司筹资活动净现金流为 5.74 亿元，主要系每年 1 月至 5 月为集中支付甘蔗款时期、公司为支付甘蔗款向银行取得流动资金贷款增加所致。

图7：公司2015年~2017年及2018年1~3月现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

¹⁷ 根据《关于印发修订〈企业会计准则第 16 号——政府补助〉的通知》财会【2017】15 号的附件《企业会计准则第 16 号——政府补助》第 16 条：企业应当在利润表中的“营业利润”项目之上单独列报“其他收益”项目，计入其他收益的政府补助在该项目中反映。

偿债能力

截至 2017 年末，受流动资产增加影响，公司流动比率有所上升，至 102.79%；受存货大幅上升影响，速动比率下降至 70.84%。2018 年 3 月末，公司流动比率 94.13%，速动比率 43.99%，均有所下降，主要系 2018 年 1~3 月因集中采购原料蔗产生的短期借款和应付账款大幅增长导致流动负债增幅高于流动资产增幅所致。2017 年经营性净现金流大幅下降，经营现金流动负债比下降至-20.96%，经营性现金流对流动负债的保障程度趋弱。

从长期偿债能力指标来看，2017 年公司 EBITDA 利息倍数为 0.98 倍，EBITDA 对利息的保障程度有所下降；全部债务/EBITDA 上升至 23.15 倍。

表12：公司偿债能力情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
流动比率 (%)	92.15	92.70	102.79	94.13
速动比率 (%)	82.82	80.69	70.84	43.99
经营现金流动负债比 (%)	5.21	9.45	-20.96	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.36	2.63	0.98	-
全部债务/EBITDA (倍)	8.46	7.25	23.15	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供、由中国人民银行征信管理中心出具的《企业信用报告》，截至 2018 年 5 月 9 日，公司存在关注类贷款余额为 6.74 亿元，形成原因为公司自 2012 年起出现亏损，中国银行按内部授信资产分类评级标准评定为“关注”，虽然 2013 年、2015 年、2016 年曾经扭亏，但中国银行认为公司依靠非经常性损益扭亏仍然维持关注。中国农业银行在中国银行关注后予以跟进，也给予关注。

本期债券偿债能力

本期债券发行金额为 5.40 亿元，截至本报告出具日，本期债券余额为 2.12 亿元，余额是公司 2018 年 3 月末全部债务和负债总额的 0.04 倍和 0.03 倍，对公司现有资本结构影响较小。截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 85.31%和 81.20%。

以公司 2017 年末的财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 0.95 倍、17.16 倍、-4.06 倍和-4.75 倍，对本期债券的保障程度一般。

表 13：本期债券偿债能力指标

偿债指标	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/本期债券余额(倍)	1.67	2.28	0.95
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	17.71	20.19	17.16
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.81	1.77	-4.06
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-3.30	-1.26	-4.75

资料来源：公司提供，东方金诚整理

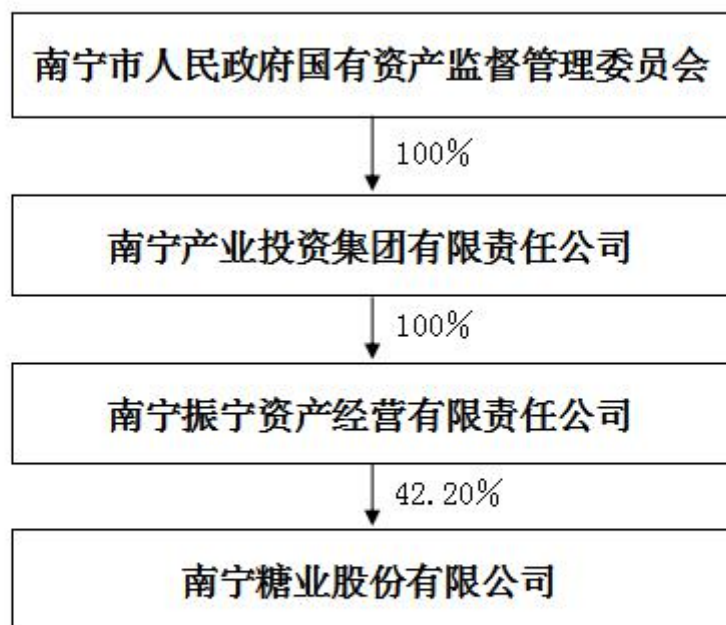
抗风险能力及结论

公司是国内制糖行业规模最大的国有控股上市公司，糖产量位居全国制糖行业前列，产品质量较好，市场竞争力较强；跟踪期内，公司在“双高”基地建设中，在蔗地资源获取及相关资金补助方面获得自治区政府较大支持；公司参与的南宁南糖产业并购基金收购的英联糖业集团持有的广西多家糖业公司 2017 年盈利有所提升，有助于增强公司竞争实力。

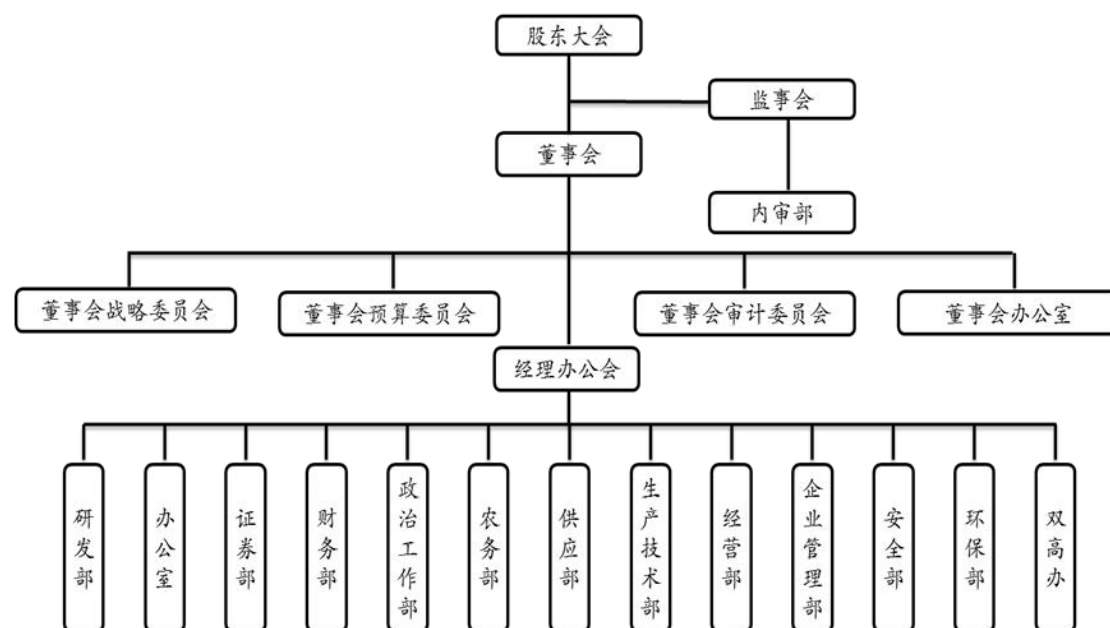
同时，东方金诚也关注到，2017 年以来国内食糖价格持续下滑，公司机制糖销量下降，收入规模降幅较大，未来经营业绩面临较大不确定性；公司原料蔗采购价格有所上升、“双高”基地投入费用摊销增加导致吨糖成本上升，机制糖业务毛利率下降；公司主营业务获利能力明显下降，期间费用持续增长且占比较高，2017 年处于亏损状态；公司存货大幅增加，存货周转率明显下降；跟踪期内，公司债务负担有所加重，债务结构以短期有息债务为主，公司经营活动现金流大幅净流出，对外部融资存在较大依赖。

综合考虑，东方金诚维持南宁糖业 AA 的主体信用等级，评级展望为稳定，并维持“12 南糖债”的债项信用等级 AA，同时将南宁糖业主体和“12 南糖债”列入信用评级观察名单。

附件一：截至 2018 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2018 年 3 月末公司组织结构图



附件三：截至 2018 年 3 月末控股子公司情况

单位：万元、%

公司名称	注册资本	主营业务	持股比例	简称
南宁侨虹新材料有限责任公司	2460.00 (美元)	开发、生产新型超级吸水材料及其它相关产品	70.47	侨虹新材
广西舒雅护理用品有限公司	6194.70	妇女卫生医疗护垫、卫生巾等	68.89	舒雅护理
广西南蒲纸业有限公司 ¹⁸	965.89	书写纸、双胶纸等纸制品	49.84	南蒲纸业
南宁天然纸业有限责任公司	11403.18	生活用纸及纸制品的加工、生产和销售	90.79	天然纸业
南宁美恒安兴纸业有限责任公司	4000.00	文化用纸及纸制品 的加工、生产和销售	51.00	美恒安兴
广西侨旺纸模制品有限责任公司	3868.93	生产、销售以蔗渣浆为主的一次性可降解环保纸模制品	79.32	侨旺纸模
南宁云鸥物流有限责任公司	2570.00	道路货物运输等	100.00	云鸥物流
广西南糖房地产有限责任公司	13000.00	房地产开发经营、房屋租赁、物业管理服务	100.00	南糖房地产
南宁糖业宾阳大桥制糖有限责任公司	1000.00	机制糖、酒精、甘蔗糖蜜、原糖、蔗渣的生产与销售	100.00	大桥制糖公司
广西环江远丰糖业有限责任公司	6000.00	食糖生产、销售及研究发展	75.00	环江远丰糖业公司
南宁南糖香山甘蔗种植有限责任公司	100.00	甘蔗（原料蔗和蔗种）种植与销售	100.00%	香山甘蔗公司
南宁南糖东江甘蔗种植有限责任公司	100.00	甘蔗（原料蔗和蔗种）种植与销售	100.00%	东江甘蔗公司

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

¹⁸ 南蒲纸业因南宁市修建防洪堤被列入拆迁范围，2012 年 7 月经其董事会决议，决定解散并成立清算组依法进行清算。截至 2018 年 3 月末，南蒲纸业清算未结束。

附件四：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	119013.49	142226.30	144096.85	71892.44
交易性金融资产	-	19.38	-	-
应收票据	26184.62	38799.00	34865.00	35417.35
应收账款	59752.50	75211.47	62838.54	54521.51
预付款项	39946.81	25724.61	26316.75	36451.55
应收利息	41.73	67.06	-	-
其它应收款	5616.16	8623.43	5204.80	5819.46
存货	30680.41	47747.26	131265.91	272850.63
一年内到期的非流动资产	506.10	506.10	-	-
其他流动资产	21498.64	29595.40	17774.42	35299.21
流动资产合计	303240.46	368520.00	422362.27	512252.16
非流动资产：				
可供出售金融资产	3168.32	5568.32	6161.12	6161.12
长期应收款	-	-	300.00	300.00
固定资产	170614.22	162924.25	164598.93	155399.22
在建工程	1979.77	3276.57	1111.32	1905.84
工程物资	-	-	-	5227.36
固定资产清理	-	-	-	-20.00
无形资产	52214.50	52556.63	54042.96	53661.28
商誉	23582.20	23582.20	23582.20	23582.20
长期待摊费用	799.44	15638.13	25112.21	26467.70
递延所得税资产	8972.88	8135.86	12213.31	12213.31
其他非流动资产	2402.10	29701.23	28053.41	27212.41
非流动资产合计	263733.44	301383.18	315175.46	312110.43
资产总计	566973.89	669903.19	737537.73	824362.59

附件四：公司合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	219900.00	271680.00	311750.00	368750.00
交易性金融负债	-	-	2.20	-
应付票据	-	-	320.00	-
应付账款	54865.02	70505.20	57084.97	89269.43
预收款项	6771.25	9709.55	3669.21	8870.58
应付职工薪酬	5820.07	4092.40	1810.96	9507.40
应交税费	5533.22	15979.26	2951.14	2806.04
应付利息	1434.43	572.63	1051.25	2763.96
其他应付款	9357.98	12719.31	12452.84	19424.18
一年内到期的非流动负债	25400.99	11718.99	19777.39	42831.29
其他流动负债	-	545.46	26.01	0.46
流动负债合计	329082.96	397522.80	410895.97	544223.34
非流动负债：				
长期借款	-	30400.00	45400.00	22400.00
应付债券	53451.00	53584.32	100091.04	100179.85
长期应付款	6761.37	-	10222.61	9310.63
递延收益	13082.52	27748.62	30098.27	27122.50
递延所得税负债	-	2.91	-	-
其他非流动负债	-	-	-	7.32
非流动负债合计	73294.89	111735.85	185811.92	159020.29
负债合计	402377.84	509258.65	596707.89	703243.63
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	32408.09	32408.09	32408.09	32408.09
资本公积	145654.11	144070.24	144013.74	144013.74
盈余公积	15105.51	15105.51	15105.51	15105.51
未分配利润	-33895.12	-31997.12	-51302.39	-70674.42
归属母公司所有者权益合计	159272.60	159586.73	140224.96	120852.92
少数股东权益	5323.46	1057.81	604.89	266.03
股东权益合计	164596.05	160644.54	140829.85	121118.95
负债与股东权益合计	566973.89	669903.19	737537.73	824362.59

附件五：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月 (未经审计)
一、营业总收入	313842.34	358881.97	290642.09	69684.00
其中：营业收入	313842.34	358881.97	290642.09	69684.00
减：营业成本	267532.91	304832.97	259800.89	74177.06
营业税金及附加	2057.25	3565.67	1889.61	412.03
销售费用	8559.64	7951.86	8643.82	2447.03
管理费用	26825.40	30596.58	32207.05	9961.44
财务费用	14363.67	18622.25	21186.81	5808.94
资产减值损失	4591.73	2293.66	3274.90	-
加：公允价值变动收益	-	-	-21.58	-
投资收益	5425.55	130.44	2348.04	-0.74
其他收益	-	-	10916.65	3477.06
二、营业利润	-4662.71	-8850.58	-23117.88	-19646.18
加：营业外收入	9938.67	13344.43	180.30	37.65
减：营业外支出	483.10	1158.79	452.25	7.45
其中：非流动资产处置损失	111.53	684.75	-	-
三、利润总额	4792.85	3335.06	-23389.83	-19615.97
减：所得税	-501.72	1331.40	-3631.65	94.92
四、净利润	5294.58	2003.66	-19758.19	-19710.89
归属于母公司所有者的净利润	5985.34	1897.99	-19305.26	-19372.04
少数股东损益	-690.76	105.67	-452.92	-338.86

附件六：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月（未经审计）
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	357350.74	399756.14	353363.75	96294.54
收到税费返还	2858.65	915.34	1065.51	294.71
收到的其他与经营活动有关的现金	15139.19	27276.57	9259.75	1531.07
经营活动现金流入小计	375348.58	427948.05	363689.00	98120.32
购买商品、接受劳务支付的现金	293061.99	320921.94	371173.01	188858.32
支付给职工以及为职工支付的现金	35489.02	37032.92	38495.86	12761.08
支付的各项税费	16292.95	13773.08	19707.47	3698.80
支付的其他与经营活动有关的现金	13359.40	18644.06	20430.09	7403.94
经营活动现金流出小计	358203.36	390372.00	449806.44	212722.14
经营活动产生的现金流量净额	17145.22	37576.05	-86117.43	-114601.82
二、投资活动产生的现金流量				
取得投资收益所收到的现金	4658.92	84.00	173.79	-
处置固定资产、无形资产和其他长期	90.21	175.61	30.05	1.02
收到的其他与投资活动有关的现金	-	-	16430.42	-
投资活动现金流入小计	4749.13	259.61	16634.25	1.02
购建固定资产、无形资产和其他长期	85930.75	31359.52	30370.93	9379.34
投资所支付的现金	1800.00	33110.05	895.03	-
支付的其他与投资有关的现金	4100.00	-	-	-
投资活动现金流出小计	91830.75	64469.57	31265.96	9379.34
投资活动产生的现金流量净额	-87081.62	-64209.96	-14631.71	-9378.32
三、筹资活动产生的现金流				
吸收投资所收到的现金	48032.47	-	-	-
取得借款所收到的现金	274000.00	407200.00	528163.60	161800.00
发行债券收到的现金	-	-	10557.71	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	542.00	-	10557.71	5971.26
筹资活动现金流入小计	322574.47	407200.00	549279.02	167771.26
偿还债务所支付的现金	230540.44	340020.00	411795.30	106130.38
分配股利、利润或偿付利息所支付的	14997.36	18858.79	21426.96	4284.54
支付其他与筹资活动有关的现金	8022.29	745.00	12400.45	-
筹资活动现金流出小计	253560.09	359623.79	445622.71	110414.92
筹资活动产生的现金流量净额	69014.38	47576.21	103656.31	57356.34
四、汇率变动对现金的影响额	-26.00	21.84	-269.71	-13.15
五、现金和现金等价物净增加额	-948.02	20964.14	2637.46	-66636.96

附件七：公司合并现金流量表附表

单位：万元

将净利润调节为经营活动现金流量	2015 年	2016 年	2017 年
1、净利润	5294.58	2003.66	-19758.19
资产减值准备	4591.73	2293.66	3274.90
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	14866.00	18467.40	18066.79
无形资产摊销	580.27	1718.31	1759.95
长期待摊费用摊销	179.24	6379.50	3181.09
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-13.61	-45.01	9.33
固定资产报废损失	123.32	12.25	171.18
公允价值变动损失（减：收益）	-	-19.38	21.58
财务费用	14972.33	20905.45	24376.01
投资损失	-5425.55	-111.06	-2348.04
递延所得税资产减少	-929.43	837.02	-4077.45
递延所得税负债增加	-	2.91	-2.91
存货的减少	18912.37	-16902.84	-83543.16
经营性应收项目的减少	-25913.28	-26041.09	28433.34
经营性应付项目的增加	-10092.74	28075.26	-55681.85
其他	-	-	-
经营活动产生的现金流量净额	17145.22	37576.05	-86117.43
3、现金与现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	119013.49	139977.63	132057.37
减：现金的期初余额	119961.50	119013.49	139977.63
加：现金等价物的期末余额	-	-	-
减：现金等价物的期初余额	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	-948.02	20964.14	-7920.25

附件八：公司主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月 (未经审计)
盈利能力				
营业利润率(%)	14.10	14.07	9.96	-7.04
总资本收益率(%)	4.28	3.99	0.13	-
净资产收益率(%)	3.22	1.25	-14.03	-
偿债能力				
资产负债率(%)	70.97	76.02	80.91	85.31
长期债务资本化比率(%)	27.89	34.33	51.95	52.07
全部债务资本化比率(%)	65.20	68.56	76.85	81.20
流动比率(%)	92.15	92.70	102.79	94.13
速动比率(%)	82.82	80.69	70.84	43.99
经营现金流流动负债比(%)	5.21	9.45	-20.96	-
EBITDA 利息倍数(倍)	2.36	2.63	0.98	-
全部债务/EBITDA(倍)	8.72	7.26	23.15	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.23	-0.08	-0.22	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	-4.67	-1.45	-4.90	-
经营效率				
销售债权周转次数(次)	-	3.59	2.75	-
存货周转次数(次)	-	7.77	2.90	-
总资产周转次数(次)	-	0.58	0.41	-
现金收入比(%)	113.86	111.39	121.58	138.19
增长指标				
资产总额年平均增长率(%)	-	18.15	14.05	-
净资产年平均增长率(%)	-	-2.40	-7.50	-
营业收入年平均增长率(%)	-	14.35	-3.77	-
利润总额年平均增长率(%)	-	-30.42	-801.33	-
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期债券余额(倍)	1.67	2.28	0.95	-
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	17.71	20.19	17.16	-
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.81	1.77	-4.06	-
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-3.30	-1.26	-4.75	-

附件九：主要财务指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
盈利指标	
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×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%
总资产收益率	(净利润+利息费用) / (所有者权益+长期有息债务+短期有息债务)
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
偿债能力指标	
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/（长期有息债务+短期有息债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期有息债务/（长期有息债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) /全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内（净利润+固定资产折旧+摊销）/期内应偿还的长期有息债务本
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
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%
筹资活动前现金流量净额利息保护	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息保护	筹资活动前现金流量净额/（当年利息支出+当年应偿还的全部债务本
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
增长指标	
资产总额年平均增长率	(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%
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期债券余额	EBITDA/本期债券余额
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/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件十：企业主体及长期债券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。