

濮阳濮耐高温材料(集团)股份有限公司

2015 年公司债券(第一期)

2018 年跟踪信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第
【232】号 01

债券简称: 15 濮耐 01

债券剩余规模: 3 亿元

债券到期日期: 2020 年
07 月 22 日

债券偿还方式: 到期还
本, 附第 3 年末公司赎
回选择权、调整票面利
率选择权和投资者回售
选择权, 在第 4 个和第 5
个计息年度分别偿付剩
余本金的 50% 和 50%

分析师

姓名:
金善姬 胡长森

电话:
010-66216006

邮箱:
jinshj@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 2015 年公司债券（第一期）2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 05 月 15 日	2017 年 05 月 15 日

评级观点:

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”，股票代码：002225.SZ）及其 2015 年 7 月 22 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内公司营业收入恢复性增长，利润扭亏为盈，经营回款情况改善，公司继续保持研发投入，有利于提升产品竞争力，此外公司加快布局镁质类原材料业务，有望提升公司原材料板块的收入规模及盈利能力。同时鹏元也关注到了公司经营情况受钢铁行业景气度影响极大且客户集中度仍较高，应收账款坏账损失削减公司利润水平，镁质类原材料价格大幅上涨进一步加重了公司的营运压力，海外业务仍存在一定汇率波动风险和市场风险，存货和商誉规模仍较大，面临一定减值风险，以及面临较大的集中偿债压力等风险因素。

正面:

- 公司营业收入恢复性增长，利润扭亏为盈。受益于上游钢铁行业盈利情况持续好转以及耐火材料行业出清小产能，2017 年公司各类产品销售收入均呈现恢复性增长，全年实现营业收入 281,462.67 万元，同比增长 20.36%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润由 2016 年的 -18,825.82 万元增加至 4,663.41 万元，同时资产减值损失收缩至 10,899.28 万元，带动业绩扭亏为盈。

- **公司经营回款情况改善，回款质量提升明显。**2017 年以来公司信用政策和账期收紧，同时加大了应收账款的催收力度，应收账款规模进一步下降，2018 年 3 月末为 167,106.41 万元，较 2016 年末下降 12.26%，同时销售回款中商业承兑汇票占比大幅降低，回款质量提升明显。
- **公司继续保持研发投入，有利于提升产品市场竞争力。**2017 年公司研发投入为 13,520.64 万元，占当期营业收入的比重为 4.80%，研发投入规模仍维持在较高水平，有利于提升公司产品市场竞争力。
- **公司加快布局镁质类原材料业务，有望提升公司原材料板块收入规模及盈利能力。**2017 年三季度以来，公司加快布局上游菱镁矿资源，对新疆秦翔科技有限公司（以下简称“新疆秦翔”）进行增资并受让其股权，同时公司拟定向增发股票募集资金用于 12 万吨高密高纯氧化镁、6 万吨大结晶电熔氧化镁项目建设，考虑到目前镁质类原材料价格处于高位水平以及公司拟生产的氧化镁品级较高，公司原材料板块收入规模及盈利能力有望提升。

关注：

- **公司经营情况受钢铁行业影响极大，且客户集中度仍较高。**2017 年公司对钢铁行业销售收入占比为 85.52%，仍处于较高水平，钢铁行业持续去产能或对公司经营产生不利影响；2017 年公司前五大客户销售收入占当年营业收入的比重为 31.07%，客户集中度仍较高。
- **公司应收账款规模仍较大，坏账损失削减公司利润水平。**截至 2018 年 3 月末，公司应收账款仍高达 167,106.41 万元，占总资产的比重为 33.16%，且由于部分客户经营困难，导致 2017 年应收账款坏账损失规模仍较大。2017 年公司应收账款计提坏账准备 9,417.27 万元，其中因重庆钢铁股份有限公司（以下简称“重庆钢铁”）破产重组计提坏账准备 3,389.48 万元，未来公司应收账款仍面临一定的坏账风险。
- **镁质类原材料价格大幅上涨，进一步加重公司营运资金压力。**2017 年 3 月以来，辽宁省海城市、营口市和鞍山市相继针对环保不达标的菱镁矿开采企业和镁质品生产企业采取停产和限产措施，镁质类原材料的供应严重不足，各种镁质类原材料价格出现大幅上涨且持续维持在高位水平，对生产成本形成较大压力，公司营运资金压力进一步加大。
- **海外业务仍面临一定的汇率波动风险和市场风险。**2017 年公司海外业务收入占比 18.16%，保持稳中有升趋势，销售区域主要集中在东南亚地区、中东地区、乌克兰

地区及俄罗斯地区，中东地区和乌克兰地区政治局势动荡，俄罗斯经济低迷，截至 2017 年末，公司应收乌克兰-AMK 钢厂和乌克兰-DMKD 钢厂贷款规模仍较大，且部分欠款账龄较长，公司面临一定的汇率波动风险和市场风险。

- **公司存货和商誉规模仍较大，面临一定减值风险。**截至 2018 年 3 月末，公司存货和商誉规模分别为 112,523.91 万元和 23,970.74 万元，占总资产的比重分别为 22.33% 和 4.76%，考虑到 2017 年原材料价格波动较大，公司存货面临一定减值风险。此外，若收购的子公司经营未达预期，公司商誉未来面临减值的可能性。
- **公司有息债务规模较大，面临较大的集中偿债压力。**截至 2017 年末，公司有息债务合计 120,103.24 万元，资产负债率为 48.24%，2018 年公司需偿还的债务本金合计 90,253.89 万元，面临较大的集中偿付压力，同时面临“15 濮耐 01”的回售压力。

主要财务指标：

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	503,957.66	477,820.96	467,989.47	515,485.50
归属于母公司所有者权益合计（万元）	241,634.74	235,988.43	235,249.26	256,788.29
有息债务（万元）	135,690.47	120,103.24	119,899.81	126,154.86
资产负债率	49.73%	48.24%	48.12%	48.90%
流动比率	1.72	1.76	2.02	1.93
速动比率	1.21	1.19	1.53	1.43
营业收入（万元）	89,035.40	281,462.67	233,854.08	279,373.50
资产减值损失（万元）	-692.87	10,899.28	31,029.06	9,351.16
营业利润（万元）	7,095.06	3,001.79	-17,757.83	9,297.16
净利润（万元）	5,720.60	3,129.06	-17,644.27	8,880.40
综合毛利率	28.17%	29.70%	29.97%	29.82%
总资产回报率	-	1.97%	-2.26%	3.37%
EBITDA（万元）	-	18,330.34	-1,555.46	26,897.30
EBITDA 利息保障倍数	-	3.41	-0.28	4.71
经营活动现金流净额（万元）	5,506.04	13,129.28	17,589.43	-8,760.14

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 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

公司于2015年7月22日公开发行3亿元公司债券，募集资金扣除发行费用后，用于偿还银行借款和补充流动资金，本期债券募集资金扣除发行费用后已按计划使用完毕。

二、发行主体概况

2017年6月，公司向激励对象定向发行股票945.60万股，注册资本和股本由88,086.83万元变更为89,032.43万元。截至2018年3月末，公司注册资本和股本为89,032.43万元，控股股东和实际控制人仍为刘百宽家族，直接和间接持股比例合计30.50%。其中，刘百宽直接持股比例为16.12%，刘百春直接持股比例为11.65%。刘百宽累计质押股票数量12,071.70万股，占公司总股本的13.56%，占其直接持有公司股份的84.13%；刘百春累计质押股票数量10,095.23万股，占公司总股本的11.34%，占其直接持有公司股份的97.31%，股权质押比例均较高，考虑到目前股票市场行情波动较大，需关注公司因股价下滑而产生实际控制人变更风险。

2018年3月28日，公司发布公告《濮阳濮耐高温材料（集团）股份有限公司关于回购注销部分限制性股票的减资公告》称，将回购注销不符合条件的股票数量共计395.88万股，本次回购注销将导致公司注册资本和股本由89,032.43万元减少至88,636.55万元，2018年5月12日上述不符合条件的限制性股票已回购注销完成。

表 1 截至 2018 年 3 月末公司前十大股东持股情况（单位：股）

股东名称	股东性质	持股数	持股比例
刘百宽	境内自然人	143,495,093	16.12%
刘百春	境内自然人	103,742,266	11.65%
郭志彦	境内自然人	90,296,804	10.14%
郑化轸	境内自然人	20,260,538	2.28%
刘跃军	境内自然人	18,895,400	2.12%
向敏	境内自然人	17,386,278	1.95%
史绪波	境内自然人	15,566,035	1.75%
中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	15,293,200	1.72%
钟建一	境内自然人	14,730,089	1.65%
刘百庆	境内自然人	11,596,295	1.30%
合计	-	451,261,998	50.68%

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2018年第一季度报告

2017年公司新增纳入合并范围的子公司2家：洛阳索莱特材料科技有限公司（以下简称“洛阳索莱特”）和新疆秦翔。公司于2017年10月与洛阳索莱特及其股东张拯、雷复兴、赵振武、刘旻签署了《洛阳索莱特材料科技有限公司增资协议》，公司出资744万元对洛阳索莱特进行增资，本次增资后公司取得洛阳索莱特68.10%的股权。洛阳索莱特通过自身研发掌握了石英陶瓷辊棒的先进技术，将对公司生产功能陶瓷提供技术支持。公司于2017年9月20日和2017年10月21日分别出资400.00万元和862.50万元对新疆秦翔进行增资，并于2017年10月25日以现金3,189.15万元购买西藏昌都市合众创业投资合伙企业（有限合伙）持有的新疆秦翔37.73%股权，本次交易完成后公司持有新疆秦翔52.49%的股权，新疆秦翔成为公司的控股子公司。公司通过增资新疆秦翔及受让其股权加大了对上游菱镁矿资源的布局。截至2017年末，公司纳入合并范围的子公司共17家（详见附录五）。

表 2 跟踪期新纳入公司合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
洛阳索莱特材料科技有限公司	68.10%	940.44	特种陶瓷材料、制品及仪器设备的研发、生产及销售	增资
新疆秦翔科技有限公司	52.49%	6,543.00	无机非金属材料研究、销售，技术服务、检验检测	增资及受让

资料来源：2017 年审计报告

截至2017年12月31日，公司资产总额为47.78亿元，归属于母公司的所有者权益为23.60亿元，资产负债率为48.24%；2017年度，公司实现营业收入28.15亿元，净利润0.31亿元，经营活动现金流净额1.31亿元。

截至2018年3月31日，公司资产总额为50.40亿元，归属于母公司的所有者权益为24.16亿元，资产负债率为49.73%；2018年1-3月，公司实现营业收入8.90亿元，净利润0.57亿元，经营活动现金流净额0.55亿元。

三、运营环境

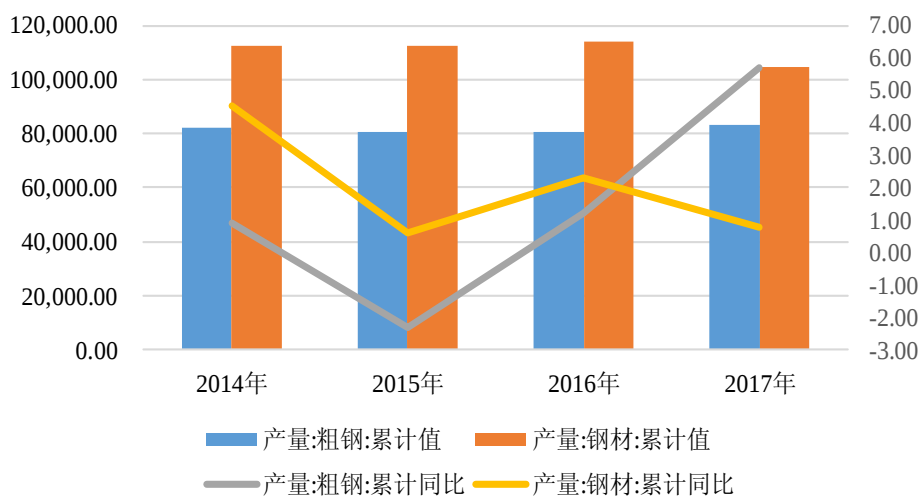
2017 年下游钢铁行业景气度持续改善，整体盈利能力好转，有利于耐材制品的涨价和回款率提升

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%，钢铁工业的规模直接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。受益于去产能和全面取缔“地条钢”力度的持续加大，钢铁行业景气度持续改善，整体盈利能力持续好转。2017年全国粗钢产量为8.32亿吨，同比增长5.7%，较2016年增加4.5个百

分点，增速进一步提升，全年钢材产量10.48亿吨，同比增长0.8%。中国钢铁工业协会统计的重点大中型企业累计实现利润1,773亿元，同比增长613.6%，下游钢铁行业景气度的持续改善，有利于耐材制品的涨价和回款率的提升。

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，钢铁行业在淘汰落后产能的基础上，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2017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 2015-2017年我国粗钢及钢材产量数据（单位：万吨、%）



资料来源：Wind，鹏元整理

建材行业方面，2017年全国水泥产量为23.16亿吨，同比下降0.2%，而2016年为增长2.5%，水泥行业主营业务收入9,149亿元，同比增长17.89%，实现利润877亿元，同比增长94.41%；平板玻璃产量7.90亿重量箱，同比增长3.5%，增速回落2.3个百分点，主营业务收入759亿元，同比增长20%，实现利润93亿元，同比增长81%。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，2017年全国十种有色金属产量5,378万吨，同比增长3%，增速比上年提高0.5个百分点，其中铜产量889万吨，同比增长7.7%，提高1.7个百分点；电解铝产

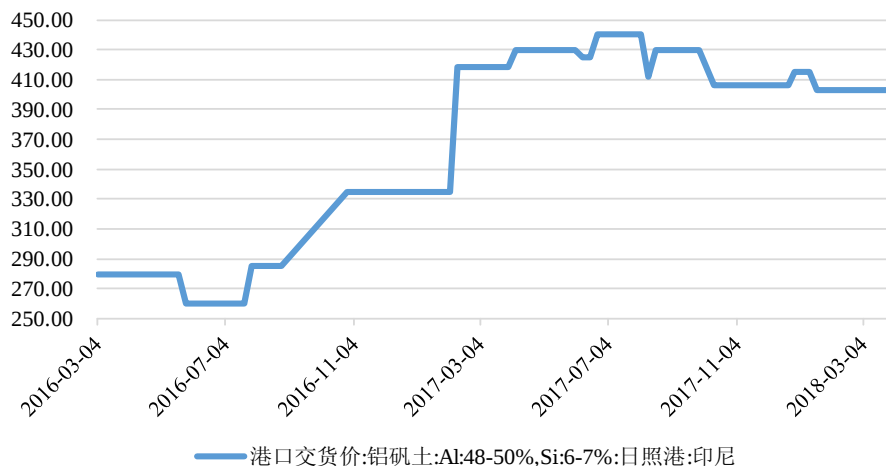
量3,227万吨，同比增长1.6%，提高0.3个百分点；铅产量472万吨，同比增长9.7%，提高4个百分点；锌产量622万吨，同比下降0.7%，上年为增长2%。氧化铝产量6,902万吨，同比增长7.9%，增速较上年提高4.5个百分点。有色金属行业主营业务收入6.04万亿元，同比增长13.8%，实现利润2,551亿元，同比增长27.5%。短期来看，钢铁行业和建材行业的回暖对耐火材料仍存在一定的需求，但随着供给侧改革的持续实施，长期来看不利于耐火材料行业需求的增长。

2017年3月以来辽宁省执行环保限产措施，镁质类原材料价格大幅上涨，加重了耐火材料企业的成本压力，且未来仍面临大幅波动的可能性

菱镁矿、铝矾土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。菱镁矿开采、重烧和电熔属于高污染、高耗能行业，2017年3月以来，辽宁省海城市、营口市和鞍山市相继针对环保不达标的菱镁矿开采企业和镁质品生产企业采取停产和限产措施，并对矿山炸药进行管制，此次治理导致多数中小型镁砂企业处于关停、半关停状态，镁质类原材料的供应严重不足，2017年1-9月，各种镁质原材料价格出现大幅上涨，9月镁质类原材料达到暴涨程度，此后持续维持在高位水平，镁砂价格的大幅上涨对镁质耐火材料企业的生产成本造成较大压力，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。截至2018年3月末，矿山炸药管制仍未放开，各类镁砂价格走势的波动性仍较大，且未来仍面临大幅波动的可能性。

根据中国耐火材料行业协会和中国耐材之窗网的统计数据，2017年1-9月，95中档镁砂平均价格涨幅达323.73%，97电熔镁砂平均价格增幅达200.00%，97高纯镁砂平均价格涨幅达471.43%，2017年10月后，各类镁质原材料价格略有回落，但仍维持在高位水平。2017年1月至2018年3月，95中档镁砂平均价格由1,200元/吨左右上涨至5,100元/吨左右，97电熔镁砂平均价格由2,500元/吨左右上涨至7,100元/吨左右，重烧镁砂平均价格由800元/吨左右上涨至2,300元/吨左右，96.5高纯镁砂平均价格由1,400元/吨左右上涨至7,000元/吨左右。铝矾土方面，2017年1-9月铝矾土价格整体呈上涨趋势，10月后有所回落，但维持在高位水平。

图2 2016年3月至2018年3月我国铝矾土价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

基建工程用耐火材料市场需求减少以及环保整治力度的加大导致耐火材料产量持续下降；随着钢铁行业和建材行业景气度提升，2017年重点耐火材料企业收入有所增长且回款情况改善，但原材料价格上涨大幅压缩了耐火材料企业的利润水平

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，近年行业产能过剩，产品同质化程度高，竞争激烈。2017年3月，环保部、国家发改委、财政部和能源局以及6省政府联合发布《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，明确指出2017年10月底前完成违法“小散乱污”企业取缔工作，涉及地区包括北京、天津、石家庄、唐山、廊坊、保定、衡水、邯郸、郑州、焦作、濮阳市等地区（2+26个城市），涉及行业除了有色冶炼、铸钢等还包括耐火材料，环保整治的深入极大地增加了耐火材料行业中小企业的生存压力，小产能不断出清。同时随着供给侧改革的实施，基建工程用耐火材料需求量快速萎缩，导致耐火材料产量持续下降。根据中国耐火材料行业协会统计，2017年全国耐火材料产量2,292.54万吨，同比下降4.13%。但随着钢铁行业和建材行业回暖及耐火材料行业小产能出清，耐火材料市场部分产品严重缺货，产量和价格均出现不同程度增长，为耐火材料企业打开了盈利空间，2017年47家耐火材料重点企业产量合计471.75万吨，较2016年增长3.04%。但二季度以来镁砂价格大涨，9月份甚至达到暴涨程度，虽然耐火材料企业主动向下游客户涨价，受限于下游客户议价能力强和涨价谈判周期长等因素，镁砂价格大幅上涨所带来的成本压力难以完全转嫁，大幅压缩了重点耐火材料企业的利润水平。整体来看，2017年重点耐火材料企业利润水平虽有所改善，但仍是微利运行。

四、经营与竞争

公司是一家专业从事高温工业用耐火材料系统解决方案的服务商。跟踪期内，公司业务结构未发生重大变化，仍由钢铁事业板块、环保材料事业板块以及原材料事业板块构成。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、挡渣板类、电炉顶类；其他类指蓄热类和其他产品。受益于上游钢铁行业盈利能力持续好转以及耐火材料行业出清小产能，2017年公司各类产品销售收入均呈现恢复性增长，全年实现营业收入 281,462.67 万元，同比增长 20.36%。毛利率方面，公司各季度综合毛利率波动较大，在下游行业景气度持续改善的带动下，2017 年一季度和二季度毛利率较以前年度有所提升，但受原材料价格上涨影响，2017 年三季度公司营业出现亏损且毛利率大幅回落，在主动向下游客户涨价的影响下，四季度毛利率有所回升，整体来看，2017 年公司综合毛利率为 29.70%，较上年变动不大。

表3 2016-2017年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
功能性耐火材料	78,975.97	40.50%	71,181.61	38.44%
定型耐火材料	107,569.57	23.81%	84,320.89	24.18%
不定型耐火材料	75,144.49	30.16%	62,675.79	29.13%
其他类	19,772.64	16.82%	15,675.78	26.10%
合计	281,462.67	29.70%	233,854.08	29.97%

资料来源：公司提供，鹏元整理

受钢铁行业景气度持续改善影响，2017年公司各类产品产能利用率均明显上升；定型和不定型耐火材料销售价格均有不同程度上涨，但上游原材料价格上涨未能完全转嫁至下游客户

跟踪期内，公司各类耐火材料设计产能未发生变化，功能性耐火材料、定型耐火材料 and 不定型耐火材料核定产能分别为8.09万吨/年、35.80万吨/年和50.00万吨/年。同时公司针对部分市场需求量少和特殊性能的耐材产品仍采用外包生产模式，在订单集中时期也会采用外包方式进行生产。产能利用率方面，2017年以来，受下游行业景气度回暖以及环保政策出清行业内小产能影响，公司产能利用率明显提升，其中功能性耐火材料、定型耐火材料及不定型耐火材料产能利用率分别为59.84%、64.03%和57.28%，较上年分别提高10.39、17.52和9.02个百分点。

产销率方面，受益于“以销定产”的生产模式以及整体承包的销售模式，2017年公司产销率情况仍较好。销售价格方面，2017年以来，镁质类原材料价格大幅攀升，其他原材料价格也呈上升趋势，公司积极与下游客户谈判提升产品价格，但受限于下游企业议价能力强且涨价谈判周期长等因素，产品销售价格上涨滞后于原材料价格上涨，且涨幅也相对较低，原材料价格上涨未能完全转嫁至下游客户。

表 4 2016-2017 年公司主要产品产能利用以及销售情况

项目		2017 年	2016 年
功能性耐火材料	产能（吨）	80,850.00	80,850.00
	产量（吨）	48,379.01	39,976.77
	销量（吨）	50,903.64	44,500.69
	产能利用率	59.84%	49.45%
	销售均价（元/吨）	15,514.80	15,995.62
定型耐火材料	产能（吨）	358,000.00	358,000.00
	产量（吨）	229,234.02	166,492.58
	销量（吨）	266,950.26	229,889.54
	产能利用率	64.03%	46.51%
	销售均价（元/吨）	4,029.57	3,667.89
不定型耐火材料	产能（吨）	500,000.00	500,000.00
	产量（吨）	286,390.99	241,311.00
	销量（吨）	322,538.99	292,496.62
	产能利用率	57.28%	48.26%
	销售均价（元/吨）	2,329.78	2,142.79

注：公司部分产品采用外包方式生产，导致销量高于产量。

资料来源：公司提供

公司整体承包业务规模持续增加，客户粘性进一步增强；海外业务收入贡献度提升明显，但面临一定的汇率波动风险和市场风险

公司的销售模式可分为单独销售和整体承包，其中单独销售是按照产品销售的数量计价，销售合同一般与客户一年一签。整体承包是指下游客户将设计、生产、安装、维护、服务到用后处理等整体承包给公司，公司根据下游客户产量与下游客户进行结算。在该种销售模式下，公司通过投标方式拿下订单，销售合同的履行期限至少是一年，销售款付款周期要长于单独销售模式。与单独销售模式相比，整体承包模式促使公司有动力去研究开发符合客户新要求、性能更良好的产品与服务，有利于促进供求双方形成互利共赢的利益共同体。2017年公司整体承包模式的销售收入为131,728.10万元，同比增加16.73%，客户粘性进一步增强。

表 5 2016-2017 年公司不同销售模式的销售情况（单位：万元）

销售模式	2017 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比
整体承包	131,728.10	46.80%	112,851.37	48.26%
单独销售	149,734.57	53.20%	121,002.71	51.74%
合计	281,462.67	100.00%	233,854.08	100.00%

资料来源：公司提供

凭借生产技术、性价比等优势，近年公司积极开拓海外市场。公司海外客户主要集中在东南亚地区、中东地区、乌克兰地区及俄罗斯地区，2017年公司积极开拓海外市场，在孟加拉国、越南、哈萨克斯坦等国家获得了部分重要钢铁企业的新订单，使得海外业务收入贡献度明显提升，2017年海外收入占比为18.16%，较2016年提升2.58个百分点。

海外结算方面，尽管公司针对海外销售采取了合同约定一定期限内结算价格不变、远期结售汇等方式来规避风险，但随着人民币汇率波动区间的扩大，公司海外业务仍面临一定的汇率波动风险。此外，公司海外销售中销往俄罗斯和乌克兰产品仍较多，截至2017年末，公司应收乌克兰-AMK钢厂和乌克兰-DMKD钢厂货款分别达7,488.79万元和4,747.66万元，已分别计提坏账准备2,980.64万元和742.36万元，且部分欠款账龄较长，乌克兰政治局势动荡，俄罗斯经济低迷，加大了公司海外业务的市场风险。

表 6 2016-2017 年公司产品分地区销售情况（单位：万元）

地区	2017 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比
国内	230,347.50	81.84%	197,415.67	84.42%
国外	51,115.17	18.16%	36,438.41	15.58%
合计	281,462.67	100.00%	233,854.08	100.00%

资料来源：公司提供

公司客户仍主要集中于钢铁行业，且客户集中度较高，应收账款坏账损失规模较大

公司产品下游应用领域主要集中于钢铁行业。2017年公司对钢铁行业销售收入占比为85.52%，仍处于较高水平，公司经营对钢铁行业依赖大。子公司郑州华威耐火材料有限公司（以下简称“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”）部分客户是中小水泥企业，受国家去产能、环保治理影响，2017年郑州华威和郑州汇特业绩增长幅度有限，导致水泥行业和有色金属行业销售占比继续分别下降至4.90%和2.78%。

表 7 2016-2017 年公司产品分行业销售情况（单位：万元）

行业	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
钢铁行业	240,718.01	85.52%	200,706.47	85.83%

水泥行业	13,810.66	4.90%	11,599.39	4.96%
有色金属行业	7,819.60	2.78%	9,116.69	3.90%
铸造行业	9,956.47	3.54%	7,019.78	3.00%
碳素行业	8,235.15	2.93%	4,376.74	1.87%
电力行业	922.78	0.33%	1,035.01	0.44%
合计	281,462.67	100.00%	233,854.08	100.00%

资料来源：公司提供

销售款结算方面，销售款结算方式主要为承兑汇票，2017年公司销售收入回款质量明显提升，商业承兑汇票数量明显降低。虽然公司销售合同约定以承兑汇票结算，但账期较长，应收账款规模大，2017年公司加大了欠款的催收力度，应收账款的规模有所下降，但由于下游钢铁、水泥行业多年来持续低迷，部分客户经营困难，导致2017年应收账款坏账损失规模仍较大。2017年7月3日，公司客户重庆钢铁因经营困难进入破产重整程序，经破产重整管理人确认，公司对重庆钢铁的债权合计6,294.28万元。公司分别于2017年12月7日和12月26日收到重庆钢铁债权清偿款50.00万元和重庆钢铁股票998.49万股。2017年公司因重庆钢铁破产重组核销应收账款3,772.48万元。截至2017年末，公司应收账款账面余额为196,875.20万元，坏账准备为34,509.78万元，坏账准备规模较2016年末增长19.53%。

从销售客户来看，公司客户主要为国内大型国有钢铁集团，2017年公司前五大客户销售收入占当年营业收入的比重为31.07%，客户集中度较上年略有下降，但集中度仍较高。

表 8 2016-2017 年公司前五大客户销售收入及占比情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售收入	占比	产品种类	结算模式
2017年	中国宝武钢铁集团	48,553.83	17.25%	整体透气砖、滑板、水口、钢包砖、散料、钢包砖等	承兑、电汇
	河北钢铁集团	12,975.03	4.61%	透气砖、座砖、钢包砖、干式料等	承兑
	杭州钢铁集团	11,329.41	4.03%	整体透气砖、滑板、水口、钢包砖等	承兑
	首都钢铁集团	7,579.63	2.69%	整体透气砖、环保型炮泥、干式料、挡渣板等	承兑
	沙钢集团	6,994.76	2.49%	钢包砖、水口、三大件、散料等	承兑
	合计	87,432.65	31.07%	-	-
2016年	武汉钢铁集团	33,212.36	14.20%	滑板、水口、钢包砖、散料等	承兑
	宝山钢铁集团	12,734.27	5.45%	整体透气砖、滑板、水口、钢包砖等	承兑、电汇
	河北钢铁集团	14,251.79	6.09%	透气砖、座砖、钢包砖、干式料等	承兑
	杭州钢铁集团	9,887.10	4.23%	整体透气砖、滑板、水口、钢包砖等	承兑
	鞍本钢铁集团	7,309.85	3.13%	干式料，水口座砖，挡渣板等	承兑
	合计	77,395.38	33.10%	-	-

资料来源：公司提供

2017年以来原材料价格快速增长，进一步加大了公司营运资金压力；公司加快布局上游镁质资源矿产，减弱原材料价格波动风险

公司采购的原材料主要为氧化铝、镁质类、铝矾土、棕刚玉、白刚玉、莫来石及石墨等大宗原料，均在国内采购。公司生产成本中原材料采购成本占比较大，其次是制造费用和人工成本。对于大宗原材料，公司依然采用集中采购方式，其中镁质类原材料仍由海城市琳丽矿业有限公司（以下简称“琳丽矿业”）的镁质原料采供中心负责集团联合采购。

从采购价格来看，2017年镁质类采购均价较2016年大幅攀升，氧化铝和铝矾土类采购均价也呈现不同程度增长。从采购量来看，受公司业务规模提升影响，2017年镁质类、氧化铝类及铝矾土类采购量较2016年分别增长17.55%、12.41%和64.63%。

表 9 2016-2017 年公司主要原材料采购情况

原材料名称	项目	2017 年	2016 年
氧化铝类	采购量（吨）	39,505	33,607
	采购均价（元/吨）	4,583	4,010
	采购额（万元）	18,106.43	13,476.41
镁质类	采购量（吨）	143,074	127,279
	采购均价（元/吨）	3,177	1,490
	采购额（万元）	45,459.36	18,964.57
铝矾土类	采购量（吨）	125,832	76,434
	采购均价（元/吨）	1,460	1,438
	采购额（万元）	18,367.57	10,991.21

注：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

采购款结算方面，公司以前年度主要以赊销方式进行原材料采购，结算周期为3-6个月，结算方式主要为承兑汇票，2017年以来，随着镁质类原材料供给不足，镁质类原材料供货合同期限缩短，加重了公司的营运资金压力。供应商集中度方面，2017年前五大供应商采购金额占比为11.81%，供应商集中度仍处于较低水平，不存在对单一供应商过度依赖情况。

表 10 2016-2017 年公司前五大供应商采购额及占比情况（单位：万元）

年份	供应商名称	金额	占比	原材料名称	结算方式
2017年	安迈铝业（青岛）有限公司	3,721.63	2.86%	板状刚玉、氧化铝、CA-270 水泥	承兑
	大石桥市荣富耐火材料有限公司	3,126.72	2.40%	大结晶	承兑
	海城市后英耐火材料有限公司	3,039.78	2.33%	中档镁砂/重烧镁砂/高纯镁砂	承兑

	大石桥临峰耐火材料有限公司	2,931.26	2.25%	补炉砖砂料	承兑
	大石桥市冠诚耐火材料有限公司	2,567.65	1.97%	钢包砖等	承兑
	合计	15,387.05	11.81%	-	-
2016年	云南昆钢桥钢有限公司	6,564.60	6.23%	耐火原料	承兑
	安迈铝业（青岛）有限公司	2,986.09	2.83%	板状刚玉、氧化铝、CA-270 水泥	承兑
	唐山时创高温材料股份有限公司	2,315.74	2.20%	滑板及水口等	承兑
	安徽马钢耐火材料有限公司	2,282.37	2.17%	滑板及水口等	承兑
	安徽省萧县华龙耐火材料有限责任公司	1,967.36	1.87%	钢包砖等	承兑
	合计	16,116.15	15.30%	-	-

资料来源：公司提供

子公司琳丽矿业在辽宁省海城市拥有一菱镁矿，可为公司供应部分生产所需的镁质类原材料，每年菱镁矿开采量约为2.4万吨。2017年3月，海城市开始针对环保不达标的菱镁矿开采企业和镁质品生产企业采取停产和限产措施，暂停发放矿产开采炸药，导致公司镁砂需求主要来自外购。2017年7月27日，子公司琳丽矿业与海城市辖区内多家菱镁生产加工企业共同作为乙方与甲方海城市国有资产监督管理委员会签署了《中国菱镁矿业有限公司发起协议》，甲方以海镁总厂采矿权作价出资，乙方以其拥有的采矿权作价出资，甲方持股比例不低于51%，其他各方持股比例不高于49%。目前相关事宜尚在办理当中，矿石的定价机制等尚未确定，公司面临在海城市丧失自有矿山控制权的可能性。

在镁质类原材料价格大幅攀升的背景下，丧失菱镁矿采矿权将进一步加大原材料价格波动风险。2017年三季度以来，公司加快布局上游菱镁矿资源，公司通过增资和受让股权的方式控股新疆秦翔。新疆维吾尔自治区国土资源厅于2017年7月26日与新疆秦翔签订了《采矿权出让合同》，将新疆和静县哈勒哈特菱镁矿的采矿权以人民币3,335万元出让给新疆秦翔，出让年限为29.96年，菱镁矿资源量为4,461.90万吨，2017年8月新疆秦翔取得了哈勒哈特菱镁矿采矿许可证。

2018年4月9日，公司发布《濮阳濮耐高温材料（集团）股份有限公司非公开发行股票预案》称，公司拟非公开发行股票募集资金总额用于建设年产12万吨高密高纯氧化镁、6万吨大结晶电熔氧化镁项目以及补充流动资金，项目建设实施主体为子公司青海濮耐新材料有限公司（以下简称“青海濮耐”）。高密高纯镁砂和大结晶电熔镁砂为高性能镁质耐火材料生产的核心材料，随着12万吨高密高纯氧化镁、6万吨大结晶电熔氧化镁项目的实施，公司将具备高密高纯氧化镁和大结晶电熔氧化镁两类高品级镁砂的生产能力。目前青海濮耐已建成一条年产能3万吨的轻烧镁砂生产线，计划2018年6月投产。公司生产所需的菱镁矿来源于关联方西藏昌都市翔晨镁业有限公司。

加快布局上游镁质类原材料业务一方面保证了公司镁质类原材料的供应,提升公司镁质类耐火材料产品的市场竞争力;另一方面目前高品级镁质价格仍处于高位水平,对外直接销售镁质类原材料有望带动公司原材料事业板块收入增长,但哈勒哈特菱镁矿及12万吨高密高纯氧化镁、6万吨大结晶电熔氧化镁项目建设周期长、资金投入大,哈勒哈特菱镁矿和高品级镁砂生产线投产时间存在一定的不确定性,且随着国家对环保标准的提高,相关部门后续或将出台更严格的环保政策,对新疆秦翔和青海濮耐的运营可能产生不利影响。年产12万吨高密高纯氧化镁、6万吨大结晶电熔氧化镁项目计划总投资62,830.00万元,截至2018年3月末已投资6,100万元,尚需投资56,730.00万元,若本次非公开发行股票不能如期进行,公司将面临较大的资金压力。

环保材料事业板块经营情况不及预期,拖累公司业绩,公司对子公司的管理以及资金安全管理仍有待进一步加强

公司环保材料事业板块收入主要来源于子公司郑州汇特和郑州华威。2017年水泥行业受地区环保治理、矿山治理、煤炭以及错峰运输等因素影响,水泥产量下降,价格回升。由于郑州华威和郑州汇特部分客户是中小企业,受国家去产能、环保治理等因素影响较大,2017年营业收入增长幅度有限,同时上游镁质类原材料涨幅大,进一步增大了生产成本,而将成本转嫁至下游的幅度不及预期,加之市场开拓难度加大,销售费用、财务费用有所增加,环保材料事业板块经营出现亏损,拖累公司业绩。2017年郑州华威和郑州汇特营业收入分别为20,167.96万元和14,653.65万元,净利润分别为-1,542.18万元和-7,624.44万元。2017年10月,子公司郑州汇特在进行财务检查时,发现一名员工涉嫌利用职务之便侵占公司财产,根据河南省新密市公安局于2017年12月出具的《鉴定意见通知书》,初步估计该员工涉嫌侵占的资金为1,077.05万元,公司财务管理部结合会计师的意见与建议,对该部分应收款项全额计提坏账准备。未来公司对子公司的管理以及资金安全管理仍有待进一步加强。

表 11 2016-2017 年郑州华威和郑州汇特主要财务指标 (单位: 万元)

子公司名称	财务指标	2017 年	2016 年
郑州华威	总资产	39,500.00	38,466.42
	净资产	26,637.18	28,179.37
	营业收入	20,167.96	16,235.71
	营业利润	-1,804.81	161.50
	净利润	-1,542.18	-119.73
郑州汇特	总资产	52,688.34	52,193.24
	净资产	19,544.42	27,168.86
	营业收入	14,653.65	11,996.14

	营业利润	-7,564.63	-5,834.41
	净利润	-7,624.44	-5,297.68

资料来源：公司 2016-2017 年年报，鹏元整理

公司继续投入资金进行技术研发，有利于提升公司产品市场竞争力

跟踪期内，公司继续投入资金用于耐火材料新技术、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。2017年公司研发投入为13,520.64万元，占当期营业收入的比重为4.80%。2017年公司2个科研项目通过河南省耐火材料行业协会组织的专家组技术评定，并被认定为国际先进技术水平。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。截至2017年末，公司合计拥有各项有效技术专利208项，其中发明专利53个、实用新型专利155个。

表 12 2016-2017 年公司研发投入情况（单位：万元、人）

项目	2017 年	2016 年
公司研发投入金额	13,520.64	11,228.03
研发投入占营业收入比例	4.80%	4.80%
研发人数数量	556	524
研发人数占比	13.83%	13.13%

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2016-2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2017年公司纳入合并范围的子公司新增2家，详见表2。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，仍以应收账款和存货为主，应收账款存在坏账风险，存货和商誉面临一定的减值风险

2017 年受期末备货、青海濮耐和新疆秦翔在建项目的推进以及新疆秦翔受让和静县哈勒哈特菱镁矿采矿权的影响，公司存货、在建工程及无形资产均有所增长，但应收账款期末余额有所减少，导致公司资产规模略有增长，2017 年末资产规模为 477,820.96 万元，较 2016 年末略增 2.10%。受银行借款资金到位影响，2018 年 3 月末资产规模进一步上升

至 503,957.66 万元，以应收账款和存货为主。从资产结构来看，仍以流动资产为主，且占比较为稳定，2018 年 3 月末占比为 74.50%。

表13 2016-2017年及2018年3月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 3 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	39,778.08	7.89%	16,058.96	3.36%	16,464.70	3.52%
应收票据	40,038.78	7.94%	42,467.75	8.89%	43,784.79	9.36%
应收账款	167,106.41	33.16%	162,365.42	33.98%	190,458.78	40.70%
预付款项	3,879.81	0.77%	3,866.80	0.81%	3,762.69	0.80%
存货	112,523.91	22.33%	114,445.99	23.95%	83,287.11	17.80%
流动资产合计	375,451.76	74.50%	348,959.88	73.03%	342,821.52	73.25%
固定资产	58,084.33	11.53%	59,506.35	12.45%	65,081.80	13.91%
无形资产	28,114.39	5.58%	28,250.59	5.91%	24,814.94	5.30%
商誉	23,970.74	4.76%	23,250.60	4.87%	23,036.18	4.92%
非流动资产合计	128,505.90	25.50%	128,861.08	26.97%	125,167.95	26.75%
资产总计	503,957.66	100.00%	477,820.96	100.00%	467,989.47	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 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、预付款项和存货。2017 年末公司货币资金为 16,058.96 万元，其中银行承兑汇票保证金、保函保证金、复垦保证金及其他保证金合计 3,539.09 万元，使用受限。2017 年原材料价格大幅增长进一步加大了公司的营运压力，公司加大了应收账款的催收力度，同时增大了票据背书规模，使得 2017 年末公司应收账款和应收票据账面价值均有所下降。2017 年末公司应收票据账面价值为 42,467.75 万元，其中银行承兑汇票占比 58.69%，占比较 2016 年末提高 15.91 个百分点，应收账款回款质量有所提升。2017 年末公司应收账款账面余额为 196,875.20 万元，同比下降 10.24%。从账龄来看，账龄在 1 年以内的占比 63.57%，较 2016 年末上升 2.20 个百分点；1-2 年的占比 10.53%，较 2016 年末下降 11.31 个百分点；2-3 年的占比 12.66%，较 2016 年末上升 1.02 个百分点；3 年以上的占比 13.25%，较 2016 年末上升 8.08 个百分点，应收账款平均账龄有所增长。2017 年公司应收账款计提的坏账准备为 9,417.27 万元，因重庆钢铁破产重组计提坏账准备 3,389.48 万元，2017 年末坏账准备为 34,509.78 万元，同比增长 19.53%。截至 2018 年 3 月末，公司应收账款账面价值占总资产的比重仍达 33.16%，规模仍较大，对营运资金形成较大占用，且存在一定的坏账风险。

公司存货包括原材料、库存商品和在产品等，2017 年以来原材料价格持续上涨，其中菱镁矿的供给严重不足，为保证对下游客户的产品供应，公司加大了原材料和产品的储

备规模,导致存货期末同比增长 37.41%,达到 114,445.99 万元,占总资产的比重为 23.95%,其中原材料为 29,857.79 万元,库存商品为 77,499.41 万元。公司存货均未计提跌价准备,考虑到 2017 年以来铝矾土、菱镁矿等原材料价格波动较大,存货面临一定的减值风险。

公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和商誉构成。固定资产主要为公司及子公司的房屋建筑物、生产设备、运输设备、电子设备等,2017 年末账面价值为 59,506.35 万元,较 2016 年末下降 8.57%,主要系计提折旧所致。公司无形资产主要是土地使用权和采矿权,2017 年末账面价值为 28,250.59 元,同比增长 13.85%,主要系新疆秦翔受让和静县哈勒哈特菱镁矿采矿权所致。公司商誉主要来源于以前年度发行股份收购的子公司,2017 年末公司商誉为 23,250.60 万元,若收购子公司经营未达预期,公司商誉未来面临减值的可能性。

截至2017年末,公司受限资产合计10,182.79万元,占年末总资产的比重为2.13%。

表14 截至2017年末公司受限资产情况(单位:万元)

项目	账面价值
货币资金(银行承兑汇票保证金)	3,539.09
应收票据	6,643.70
合计	10,182.79

资料来源:公司2017年审计报告,鹏元整理

总体来看,公司资产规模有所增长,应收账款和存货占比仍较大,对资金占用较多,且应收账款存在坏账风险,存货和商誉面临一定的减值风险。

资产运营效率

公司资产运营效率提升明显

2017 年公司加大了应收账款的催收力度,应收账款规模进一步下降,同时因钢铁行业景气度持续回暖以及耐火材料行业小产能出清,公司营业收入恢复性增长,导致应收账款周转天数较 2016 年下降 90.37 天;2017 年以来原材料价格持续上涨,为保证对下游客户的产品供应,公司加大了原材料和产品的储备规模,期末存货大幅增长,但营业成本亦大幅增长,存货周转天数较 2016 年下降 15.16 天,净营业周期为 254.25 天,较 2016 年缩短 45.65 天。随着营业收入恢复性增长,2017 年公司流动资产、固定资产及总资产周转率均有所提升。整体来看,公司资产运营效率提升明显。

表15 2016-2017年公司资产运营效率情况(单位:天)

项目	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	280.80	371.17

存货周转天数	179.86	195.02
应付账款周转天数	206.41	266.29
净营业周期	254.25	299.90
流动资产周转天数	442.41	543.76
固定资产周转天数	79.68	105.73
总资产周转天数	604.86	756.99

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入恢复性增长，利润扭亏为盈，但资产减值损失规模仍较大

受益于钢铁行业景气度持续回升及耐火材料行业出清小产能，2017年公司营业收入恢复性增长，全年实现营业收入281,462.67万元，同比增长20.36%。

毛利率方面，公司全年综合毛利率波动较大。2017年上半年，在产品销售价格提升的带动下，公司综合毛利率较2016年明显提升，但受原材料价格快速上涨影响，2017年三季度综合毛利率大幅下滑，整体来看，2017年综合毛利率为29.70%，基本与上年持平。期间费用率方面，2017年公司管理费用和销售费用均有所增长，同时人民币升值带来的汇兑损失带动财务费用大幅提升，期间费用率仍处于高位水平，对利润形成一定侵蚀。资产减值损失方面，由于重庆钢铁破产重组以及郑州汇特员工涉嫌职务侵占，加之公司部分中小企业客户经营困难，2017年公司资产减值损失规模仍较大，全年资产减值损失为10,899.28万元，削减公司利润水平。

公司其他收益及营业外收入主要为政府补助，2017年两者合计2,705.51万元，未来需关注该部分收入的持续性。2017年公司全年实现净利润3,129.06万元，利润扭亏为盈，2018年一季度净利润继续增加至5,720.60万元，盈利能力持续向好。

表16 2016-2017年及2018年1-3月公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	89,035.40	281,462.67	233,854.08
资产减值损失	-692.87	10,899.28	31,029.06
其他收益	604.79	1,156.28	-
营业利润	7,095.06	3,001.79	-17,757.83
营业外收入	211.28	1,549.23	2,377.28
利润总额	6,816.81	3,929.05	-16,621.11
净利润	5,720.60	3,129.06	-17,644.27
综合毛利率	28.17%	29.70%	29.97%
期间费用率	21.04%	24.28%	23.29%

营业利润率	7.97%	1.07%	-7.63%
总资产回报率	-	1.97%	-2.26%
净资产收益率	-	1.28%	-6.97%
营业收入增长率	-	20.36%	-16.29%
净利润增长率	-	-117.73%	-298.69%

注：2016 年营业利润及营业外收入按照会计政策变更进行了调整。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流净额规模仍较小，主要依赖外部筹资解决资金需求

2017 年公司净利润为 3,129.06 万元，考虑非付现费用及非经营损益影响后，全年 FFO 为 31,201.39 万元，经营现金生成能力较上年有所增强。营运资本方面，2017 年以来原材料价格持续上涨提升了供应商的议价能力，公司占用供应商资金规模持续减少，另一方面为保证对下游客户的产品供应，公司加大了原材料和产品的储备规模，对资金形成较大规模占用，虽然公司加大了应收账款催收力度，但整体来看，经营活动现金表现仍较弱，全年经营活动现金净流入 13,129.28 万元。2018 年 1-3 月，公司经营活动现金净流入 5,506.04 万元。

2017 年公司投资活动现金流规模仍较小，主要表现为子公司青海濮耐和新疆秦翔在建项目的建设资金支出以及增资新疆秦翔和受让其股权导致的现金支出，当年投资活动产生的现金净流出 1,855.29 万元。

筹资活动方面，2017 年公司筹资活动现金流入来源于向激励对象定向发行股票和银行短期借款，筹资活动现金流出主要表现为偿还公司债务，以及分配股利、利润和偿付利息，因当年偿付公司债务的规模较大，2017 年筹资活动产生的现金流量净额表现为净流出，全年净流出 13,249.14 万元。由于下游客户付款周期较长，且 2017 年 3 月以来原材料价格上涨增强了供应商的议价能力，公司流动资金周转压力进一步上升，同时原材料板块在建项目也存在较大的资金需求，预计公司对银行借款等筹资活动将持续依赖。

表 17 2016-2017 年及 2018 年 1-3 月公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
收现比	0.68	0.66	0.75
净利润	5,720.60	3,129.06	-17,644.27
非付现费用	-	19,930.07	40,591.38
非经营损益	-	8,142.26	1,071.90
FFO	-	31,201.39	24,019.01
营运资本变化	-	-18,072.12	-6,429.58

其中：存货减少（减：增加）	-	-31,158.89	10,849.86
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	30,242.72	5,820.80
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	-17,155.95	-23,100.24
经营活动产生的现金流量净额	5,506.04	13,129.28	17,589.43
投资活动产生的现金流量净额	-3,629.26	-1,855.29	-433.63
筹资活动产生的现金流量净额	24,086.39	-13,249.14	-11,603.47
现金及现金等价物净增加额	25,621.97	-2,779.25	5,729.07

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，面临较大的集中偿债压力

受累积经营影响，公司所有者权益略有增长，2018年3月末为253,356.75万元。因短期借款规模提升，公司负债总额亦有所增长，2018年3月末为250,600.91万元。截至2018年3月末，公司产权比率为98.91%，权益对负债的覆盖程度一般。

表 18 2016-2017 年及 2018 年 3 月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
负债总额	250,600.91	230,489.23	225,182.58
所有者权益	253,356.75	247,331.73	242,806.89
产权比率	98.91%	93.19%	92.74%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

从公司负债结构来看，仍以流动负债为主，且占比有所上升，2018年3月末为87.01%，占比较2016年末提升11.68个百分点。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2017年末公司短期借款为35,515.00万元，包括保证借款28,515.00万元和信用借款7,000.00万元。2017年随着镁质类原材料价格上涨，供应商缩短了货款账期，导致应付票据大幅增长，2017年末为32,116.99万元，同比增长40.34%，包含商业承兑汇票13,589.64万元，银行承兑汇票18,527.35万元。公司应付账款为应付的原材料采购款及施工款，2017年末为82,943.07万元。因经营性应付款项、限制性股票款项及应付购买新疆秦翔股权款项增加，2017年末公司其他应付款增加至10,582.38万元，其中应付购买新疆秦翔股权款项为2,469.01万元。因“12濮耐01”于2018年4月12日到期兑付，2017年末公司新增一年内到期的非流动负债22,601.76万元。公司非流动负债主要为应付债券，应付债券为本期债券。

表19 2016-2017年及2018年3月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
----	------------	--------	--------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	59,600.00	23.78%	35,515.00	15.41%	44,659.07	19.83%
应付票据	23,589.40	9.41%	32,116.99	13.93%	22,884.32	10.16%
应付账款	88,204.26	35.20%	82,943.07	35.99%	88,970.78	39.51%
其他应付款	9,262.68	3.70%	10,582.38	4.59%	3,743.37	1.66%
一年内到期的非流动负债	22,619.69	9.03%	22,601.76	9.81%	-	-
流动负债合计	218,038.59	87.01%	197,833.62	85.83%	169,632.15	75.33%
应付债券	29,881.38	11.92%	29,869.49	12.96%	52,356.42	23.25%
非流动负债合计	32,562.32	12.99%	32,655.61	14.17%	55,550.44	24.67%
负债合计	250,600.91	100.00%	230,489.23	100.00%	225,182.58	100.00%
其中：有息债务	135,690.47	54.15%	120,103.24	52.11%	119,899.81	53.25%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

截至2017年末，公司包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和应付债券在内的有息债务合计120,103.24万元，其中短期有息债务90,233.75万元，占有息债务的比重为75.13%。从公司有息债务偿还期限分布来看，2018年和2020年公司分别需偿还本金90,253.89万元和30,000.00万元，2018年公司面临较大的集中偿付压力。同时需关注的是，“15濮耐01”附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，受债券市场收益率提升影响，2018年7月公司面临债券回售压力。

从财务弹性来看，截至2017年末，公司在各类银行获得授信额度合计115,450.00万元，尚未使用额度66,850.30万元。但鹏元关注到，“15濮耐01”将于2018年7月面临回售，目前公司经营活动现金净流入规模仍较小，应收账款占比较高，流动资金周转压力较大，同时公司只有在正常持续经营的情况下才可使用上述银行授信，公司偿债压力大。

从各项偿债能力指标来看，跟踪期内资产负债率略有上升，2018年3月末为49.73%。受流动负债增加影响，公司流动比率及速动比率指标表现持续趋弱。2017年公司扭亏为盈，EBITDA增加至18,330.34万元，对利息的保障程度大幅提高。

表20 2016-2017年及2018年3月公司主要偿债能力指标情况

项目	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	49.73%	48.24%	48.12%
流动比率	1.72	1.76	2.02
速动比率	1.21	1.19	1.53
EBITDA（万元）	-	18,330.34	-1,555.46
EBITDA 利息保障倍数	-	3.41	-0.28
有息债务/EBITDA	-	6.55	-77.08
债务总额/EBITDA	-	12.57	-144.77
经营性净现金流/流动负债	0.03	0.07	0.10

经营性净现金流/负债总额	0.02	0.06	0.08
--------------	------	------	------

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期内，受益于上游钢铁行业盈利能力持续好转以及耐火材料行业出清小产能，公司营业收入恢复性增长，利润扭亏为盈；公司加大了应收账款的催收力度，经营回款情况改善；公司继续保持研发投入，有利于提升产品市场竞争力；公司通过子公司新疆秦翔和青海濮耐加快布局镁质类原材料业务，有望提升公司原材料板块收入规模及盈利能力。

同时鹏元也关注到，公司经营情况受钢铁行业影响极大，且客户集中度仍较高；公司应收账款规模仍较大，且由于部分客户经营困难，导致2017年应收账款坏账损失规模较大，削减公司利润水平；2017年3月以来，受辽宁省环保限产政策影响，各种镁质类原材料价格出现大幅上涨且持续维持在高位水平，进一步加重了公司营运资金压力；公司海外业务仍面临一定的汇率风险和市场风险；公司存货和商誉规模仍较大，存在一定的减值风险；公司有息负债规模仍较大，面临较大的集中偿债压力，同时面临“15濮耐01”的回售压力。

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	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
流动资产：				
货币资金	39,778.08	16,058.96	16,464.70	12,486.11
交易性金融资产	2,306.51	2,146.75	-	-
应收票据	40,038.78	42,467.75	43,784.79	34,764.28
应收账款	167,106.41	162,365.42	190,458.78	213,212.91
预付款项	3,879.81	3,866.80	3,762.69	2,972.47
其他应收款	7,109.56	3,554.01	4,490.22	4,871.09
存货	112,523.91	114,445.99	83,287.11	94,136.97
其他流动资产	2,708.69	4,054.19	573.24	1,179.77
流动资产合计	375,451.76	348,959.88	342,821.52	363,623.59
非流动资产：				
可供出售金融资产	4,405.18	4,405.18	4,405.18	905.17
长期股权投资	489.27	505.67	503.60	667.75
固定资产	58,084.33	59,506.35	65,081.80	72,276.27
在建工程	5,097.70	4,492.81	1,201.71	1,377.56
无形资产	28,114.39	28,250.59	24,814.94	25,454.24
商誉	23,970.74	23,250.60	23,036.18	46,109.74
长期待摊费用	376.05	394.86	555.25	736.37
递延所得税资产	6,647.26	6,665.42	5,569.30	4,263.82
其他非流动资产	1,320.99	1,389.60	-	70.98
非流动资产合计	128,505.90	128,861.08	125,167.95	151,861.90
资产总计	503,957.66	477,820.96	467,989.47	515,485.50
流动负债：				
短期借款	59,600.00	35,515.00	44,659.07	41,100.00
应付票据	23,589.40	32,116.99	22,884.32	25,428.42
应付账款	88,204.26	82,943.07	88,970.78	104,977.29
预收款项	7,660.38	5,424.35	1,560.68	3,155.34
应付职工薪酬	2,336.95	3,970.16	4,242.48	3,958.28
应交税费	1,963.68	2,647.37	1,596.19	2,191.72
应付利息	2,495.40	1,726.38	1,726.38	2,041.71
应付股利	306.16	306.16	248.86	168.21
其他应付款	9,262.68	10,582.38	3,743.37	5,787.08
一年内到期的非流动负债	22,619.69	22,601.76	-	-
流动负债合计	218,038.59	197,833.62	169,632.15	188,808.06

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
非流动负债：				
应付债券	29,881.38	29,869.49	52,356.42	59,626.44
递延收益	2,680.94	2,786.11	3,194.02	3,624.92
非流动负债合计	32,562.32	32,655.61	55,550.44	63,251.37
负债合计	250,600.91	230,489.23	225,182.58	252,059.42
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	89,032.43	89,032.43	88,086.83	89,005.92
资本公积金	99,215.62	99,109.00	97,142.15	96,850.65
减：库存股	2,912.45	2,912.45	-	419.16
其它综合收益	-840.58	-898.81	-1,150.65	-885.16
专项储备	361.44	364.59	334.37	262.16
盈余公积金	10,042.74	10,042.74	9,492.63	8,074.59
未分配利润	46,735.54	41,250.92	41,343.91	63,899.30
归属于母公司所有者权益合计	241,634.74	235,988.43	235,249.26	256,788.29
少数股东权益	11,722.01	11,343.30	7,557.63	6,637.78
所有者权益合计	253,356.75	247,331.73	242,806.89	263,426.07
负债和所有者权益总计	503,957.66	477,820.96	467,989.47	515,485.50

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	89,035.40	281,462.67	233,854.08	279,373.50
营业收入	89,035.40	281,462.67	233,854.08	279,373.50
二、营业总成本	82,681.01	279,691.71	251,583.94	270,287.72
其中：营业成本	63,957.57	197,882.24	163,757.02	196,053.58
税金及附加	681.50	2,560.46	2,323.87	1,948.13
销售费用	7,467.05	29,780.05	25,468.82	30,718.18
管理费用	7,596.72	29,392.05	27,298.48	29,530.78
财务费用	3,671.04	9,177.64	1,706.70	2,685.90
资产减值损失	-692.87	10,899.28	31,029.06	9,351.16
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-16.40	77.72	-118.66	211.38
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-16.40	2.07	-164.16	-17.13
资产处置收益（损失以“-”号填列）	-7.48	-3.18	90.70	-
其他收益	604.79	1,156.28	-	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	7,095.06	3,001.79	-17,757.83	9,297.16
加：营业外收入	211.28	1,549.23	2,377.28	2,364.88
减：营业外支出	489.52	621.97	1,240.57	446.67
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	6,816.81	3,929.05	-16,621.11	11,215.37
减：所得税费用	1,096.22	799.99	1,023.16	2,334.97
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	5,720.60	3,129.06	-17,644.27	8,880.40
归属于母公司所有者的净利润	5,484.62	2,218.85	-18,494.73	8,463.65
少数股东损益	235.98	910.21	850.46	416.76

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 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	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 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	60,680.06	186,500.20	176,345.46	155,290.14
收到的税费返还	604.79	1,403.82	1,036.01	442.98
收到其他与经营活动有关的现金	113.46	908.07	2,114.47	2,482.93
经营活动现金流入小计	61,398.31	188,812.09	179,495.93	158,216.04
购买商品、接受劳务支付的现金	33,504.03	90,367.96	85,484.67	83,591.01
支付给职工以及为职工支付的现金	11,750.08	38,014.53	33,000.77	36,201.92
支付的各项税费	5,735.43	19,786.87	20,579.82	24,614.13
支付其他与经营活动有关的现金	4,902.73	27,513.45	22,841.24	22,569.12
经营活动现金流出小计	55,892.27	175,682.81	161,906.50	166,976.19
经营活动产生的现金流量净额	5,506.04	13,129.28	17,589.43	-8,760.14
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	-	80.00	-	-
取得投资收益收到的现金	-	75.65	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	5.12	91.02	211.03	10.15
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	-	771.98	-	-
投资活动现金流入小计	5.12	1,018.65	256.53	3,843.38
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	445.23	1,431.44	690.15	490.34
投资支付的现金	3,189.15	1,442.50	-	-
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	3,634.38	2,873.94	690.15	1,990.34
投资活动产生的现金流量净额	-3,629.26	-1,855.29	-433.63	1,853.04
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	2,912.45	-	14,988.40
取得借款收到的现金	74,929.17	112,789.69	98,019.15	91,482.72
发行债券收到的现金	-	-	-	29,800.00
收到其他与筹资活动有关的现金	500.00	-	700.00	-
筹资活动现金流入小计	75,429.17	115,702.14	98,719.15	136,271.12
偿还债务支付的现金	50,844.17	121,933.76	94,460.08	112,553.39
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	485.36	6,963.78	8,065.28	7,503.43
支付其他与筹资活动有关的现金	13.25	53.73	7,797.26	6,730.74
筹资活动现金流出小计	51,342.78	128,951.27	110,322.62	126,787.56

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 年
筹资活动产生的现金流量净额	24,086.39	-13,249.14	-11,603.47	9,483.56
四、汇率变动对现金的影响	-341.20	-804.10	176.73	296.52
五、现金及现金等价物净增加额	25,621.97	-2,779.25	5,729.07	2,872.97
加：期初现金及现金等价物余额	12,519.87	15,299.12	9,570.05	6,697.08
六、期末现金及现金等价物余额	38,141.84	12,519.87	15,299.12	9,570.05

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	3,129.06	-17,644.27	8,880.40
加：资产减值准备	10,899.28	31,029.06	9,351.16
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7,979.92	8,408.14	9,111.11
无形资产摊销	482.57	542.16	611.16
长期待摊费用摊销	568.30	612.02	243.89
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-3.18	-90.70	218.40
固定资产报废损失	-1.12	2.78	-
财务费用	9,164.96	2,583.96	5,715.77
投资损失	77.72	-118.66	211.38
递延所得税资产减少	-1,097.02	-1,298.45	-975.46
递延所得税负债增加	0.90	-7.03	7.25
存货的减少（减：增加）	-31,158.89	10,849.86	8,142.94
经营性应收项目的减少（减：增加）	30,242.72	5,820.80	-57,668.18
经营性应付项目的增加（减：减少）	-17,155.95	-23,100.24	8,574.16
其他		-	-1,184.12
经营活动产生的现金流量净额	13,129.28	17,589.43	-8,760.14
现金的期末余额	12,519.87	15,299.12	9,570.05
减：现金的期初余额	15,299.12	9,570.05	6,697.08
现金及现金等价物净增加额	-2,779.25	5,729.07	2,872.97

资料来源：公司2015-2017年审计报告

附录四 主要财务指标表

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务（万元）	135,690.47	120,103.24	119,899.81	126,154.86
资产负债率	49.73%	48.24%	48.12%	48.90%
流动比率	1.72	1.76	2.02	1.93
速动比率	1.21	1.19	1.53	1.43
产权比率	98.91%	93.19%	92.74%	95.69%
EBITDA（万元）	-	18,330.34	-1,555.46	26,897.30
EBITDA 利息保障倍数	-	3.41	-0.28	4.71
有息债务/EBITDA	-	6.55	-77.08	4.69
债务总额/EBITDA	-	12.57	-144.77	9.37
经营性净现金流/流动负债	0.03	0.07	0.10	-0.05
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.06	0.08	-0.03
综合毛利率	28.17%	29.70%	29.97%	29.82%
期间费用率	21.04%	24.28%	23.29%	22.53%
营业利润率	7.97%	1.07%	-7.63%	3.33%
总资产回报率	-	1.97%	-2.26%	3.37%
净资产收益率	-	1.28%	-6.97%	3.50%
营业收入增长率	-	20.36%	-16.29%	7.00%
净利润增长率	-	-117.73%	-298.69%	-46.22%
收现比	0.68	0.66	0.75	0.56
应收账款周转天数（天）	-	280.80	371.17	286.20
存货周转天数（天）	-	179.86	195.02	180.33
应付账款周转天数（天）	-	206.41	266.29	234.89
净营业周期（天）	-	254.25	299.90	231.64
流动资产周转天数（天）	-	442.41	543.76	443.01
固定资产周转天数（天）	-	79.68	105.73	96.09
总资产周转天数（天）	-	604.86	756.99	647.80

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录五 截至 2017 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

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
洛阳索莱特材料科技有限公司	洛阳	特种陶瓷材料、制品及仪器设备的研发、生产及销售	68.10%	购买
新疆秦翔科技有限公司	巴音郭楞蒙古自治州	无机非金属材料研究、销售，技术服务、检验检测	52.49%	购买

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 应付债券
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产的减少 + 递延所得税负债的增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

附录七 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。