

新兴铸管股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行 公司债券（第一期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：商思仪 syshang@ccxi.com.cn

项目组成员：高 洁 jgao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 22 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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 and 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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 1178 号

新兴铸管股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 新兴 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十二日

评级观点：中诚信国际维持新兴铸管股份有限公司（以下简称“新兴铸管”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 新兴 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了控股股东实力雄厚对公司形成有力支撑，以及公司在铸管行业中地位突出、拥有很强的技术实力、较优的资本结构、债务期限结构有所优化和畅通的融资渠道等因素对其整体信用实力提供的有力支撑。同时，中诚信国际也关注到短期内钢铁行业面临成本上升压力、盈利稳定性有待关注以及分红占比较高等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

新兴铸管	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	490.33	518.36	495.64	504.52
所有者权益合计（亿元）	206.21	217.07	223.54	227.57
总负债（亿元）	284.12	301.29	272.10	276.95
总债务（亿元）	182.63	177.02	166.99	174.11
营业总收入（亿元）	412.66	405.47	408.90	81.92
净利润（亿元）	10.66	20.34	15.86	3.65
EBIT（亿元）	22.95	37.47	26.37	-
EBITDA（亿元）	34.53	49.17	40.81	-
经营活动净现金流（亿元）	36.84	37.53	31.28	-5.39
营业毛利率（%）	10.80	17.90	14.03	15.37
总资产收益率（%）	4.67	7.42	5.20	-
资产负债率（%）	57.94	58.12	54.90	54.89
总资本化比率（%）	46.97	44.92	42.76	43.35
总债务/EBITDA（X）	5.29	3.60	4.09	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.46	6.72	6.88	-

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **控股股东实力强，对公司支持力度大。**公司控股股东新兴际华集团有限公司（以下简称“新兴际华”）是集资产管理、资本运营和生产经营于一体大型国有独资公司，2019 年位居《财富》世界 500 强企业第 475 位。作为新兴际华核心子公司，公司能够获得控股股东的较大支持。

■ **铸管行业地位突出，技术实力强。**公司是全球规模最大、综合实力最强的离心球墨铸铁管生产企业，截至 2020 年 3 月末年铸造产能合计达 290 万吨，离心球墨铸铁管产品产量规模在全球范围内第一。公司球墨铸铁管及管件新产品研发力度大，2019 年研发支出占营业总收入的比重为 2.02%，且拥有多项发明专利及 PCT 国际专利。

同行业比较

2019 年部分钢铁企业主要指标对比表						
公司名称	粗钢产量	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	总资本化比率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
太钢不锈	1,085.88 万吨（含不锈钢 417.60 万吨）	695.48	53.63	47.12	704.19	20.64
中信特钢	1,409 万吨	725.85	65.18	41.25	726.20	53.89
新兴铸管	501.45 万吨以及 239.16 万吨铸管及铸件	495.64	54.90	42.76	408.90	15.86

注：“太钢不锈”为“山西太钢不锈钢股份有限公司”简称；“中信特钢”为“中信泰富特钢集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
19 新兴 01	AAA	AAA	10.00	10.00	2019/07/17~2024/07/17（3+2）

注：“19 新兴 01”回售日为 2022 年 7 月 17 日。

■ **资本结构优化，债务期限结构有所优化。**公司积极响应国家去杠杆的政策导向，近年末债务规模呈下降趋势，资产负债率和总资本化比率亦随之下行。同年末，公司通过发行公司债等直接融资方式替换短期借款，短期债务占比降至 64.15%，债务期限结构有所优化。

■ **融资渠道畅通，流动性较为充足。**截至 2020 年 3 月末共获得银行授信额度 405.35 亿元，其中未使用额度为 300.21 亿元，备用流动性充足；同时，公司作为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。此外，同期末公司货币资金较为充足，货币资金/短期债务达到 0.68 倍，充足的流动性对短期债务的保障能力较高。

关注

■ **钢铁行业面临成本上升压力，钢材价格波动，公司利润空间被压缩，经营获现能力弱化。**2019 年以来，受国际矿商供给紧缩影响，铁矿石价格波动升高，给钢铁企业成本控制带来一定压力；同时，钢材价格波动下行，且新冠肺炎疫情对外部环境造成不利影响，公司利润空间有所下降，经营活动净现金流亦呈现下滑态势。

■ **现金分红占比较高。**2019 年公司预计分红 6.35 亿元（含回购股份），占归属于上市公司普通股股东的净利润的 42.40%，较高的分红比例不利于公司权益的积累。

评级展望

中诚信国际认为，新兴铸管股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**受行业产量继续上升等因素影响，钢材、铸管产品价格超预期下行、原燃料价格超预期上涨，大幅侵蚀利润水平；债务规模大幅扩大，偿债能力显著弱化；面临的环保限产政策超出预期对现有产能造成很大影响。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

2019年7月公司发行“19 新兴 01”，募集资金总额 10.00 亿元，按上述债券披露使用用途专款专用，已全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关

系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压

力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来钢铁行业下游需求较为稳定，但受供给增加以及铁矿石成本上升影响，行业内企业盈利空间有所压缩；2020 年一季度，受新冠疫情影响，钢铁企业利润普遍下行

随着钢铁行业景气度的回升，较高的利润驱动下，钢铁企业生产意愿强烈，并通过技术手段提高生产效率，粗钢产量明显上升，2019 年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 8.09 亿吨、9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 5.3%、8.3%和 9.8%，粗钢产量再创历史新高。由于钢铁生产属于重资产行业，生产需要较高的资本投入且进入平稳生产需要较长的时间，在存在吨钢毛利润的情况下，钢铁企业就不会减少产量或关停设备，故产量上升的趋势短期内难以改变，或将出现供给过剩的局面。

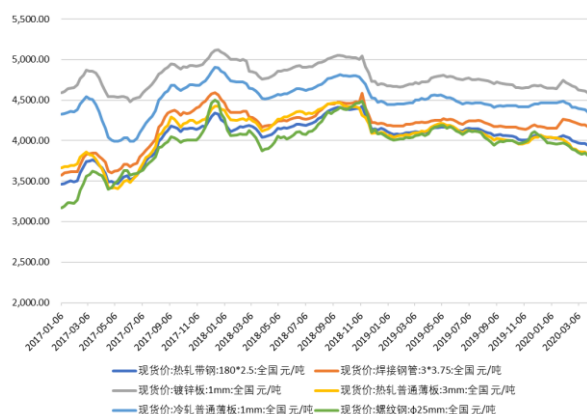
需求方面，国家出台了一系列政策来保障基建投资领域融资渠道畅通，2019 年钢铁行业市场需求较好，基建、房地产等下游行业运行稳定，国内粗钢表观消费量约 9.4 亿吨，同比增长 8%。同时，中诚信国际也关注到，汽车行业受前期透支需求影响，2019 年汽车销量下滑 8.2%，预计 2020 年或将保持下行趋势。

钢材出口方面，由于中美贸易摩擦加剧，2019 年钢材出口仍处于较为疲软的态势，2019 年累计出口钢材 6,429.3 万吨，同比下降 7.3%；累计出口金额 537.6 亿美元，同比减少 11.3%，我国钢材出口

压力仍然较大，中诚信国际也将对国际形势变化对钢材需求的影响保持关注。

价格方面，由于 2018 年钢材价格持续在高位运行，前期基数处于高点，加之钢材供给进一步扩大影响，2019 年钢材价格总体呈窄幅波动走势，其中中国钢材价格指数 5 月初达到最高 113.1 点，10 月底震荡下降至年内最低 104.3 点。全年中国钢材价格指数均值为 107.98 点，同比下降 6.77 点，降幅为 5.9%。但整体来看，钢材价格仍维持在 3,700 元/吨以上，高于 2017 年水平，行业仍然维持一定利润。2020 年 1~4 月，中国钢材价格指数仍呈波动下行趋势，4 月底降至 97.0 点，同比降幅为 13.91%，钢铁企业利润空间进一步压缩。

图 1：近年来我国部分钢材品种价格走势



资料来源：choice，中诚信国际整理

原燃料供给方面，虽然对外依存度较高，但目前国际铁矿石买方市场特征初显。2019 年以来，受巴西淡水河谷发生溃坝、天气及运输条件变化等突发事件影响，约有 9,280 万吨/年的铁矿石生产因矿难影响而暂停。铁矿石价格方面，受天气影响铁矿石供给持续紧缩，带动上半年铁矿石价格急剧上升，6 月 28 日进口铁矿石 62%品位干基粉矿到岸价格为 110.79 美元/吨，同比上涨 71.1%，较年初上涨 41.6 美元/吨，涨幅 60.0%。6 月以来，随着海外矿山恢复生产并加大供应，铁矿石价格出现回落，钢铁企业成本在三季度缓解，铁矿石价格回落至 90 美元/吨左右。整体来看，2019 年全国铁矿石产量为 84,435.6 万吨，同比增长 4.9%，但由于国内铁矿石品位偏低加

之产量有限，尚无法完全替代进口铁矿石。同期我国进口铁矿石10.7亿吨，同比增长0.5%，全年进口铁矿石平均价格为94.8美元/吨，同比增加34.3%，进口总量保持稳定的同时，进口价格大幅上涨，对下游钢铁制造业利润影响较大。2020年1~4月，进口铁矿石平均价格于高位小幅震荡，仍对钢铁企业的成本控制造成一定压力。

图 2：近年来国内外铁精粉价格走势



资料来源：choice，中诚信国际整理

由于钢铁产量增幅加快，钢材价格呈窄幅波动下行走势，铁矿石等原燃材料价格上涨等因素影响，钢铁企业经济效益大幅回落。2019 年中国钢铁工业协会会员钢铁企业实现销售收入 4.27 万亿元，同比增长 10.1%；实现利润 1,889.94 亿元，同比下降 30.9%；累计销售利润率 4.43%，同比下降 2.63 个百分点。随着去产能任务趋近完成，供给端对价格的边际拉动影响将削减，加之钢材价格持续处于较高水平，钢材价格或将面临一定的下行压力。

中诚信国际也注意到，2020 年一季度受新冠疫情影响，全国范围内交通运输成本大幅上升，加之下游建筑施工暂停，钢贸商进货量较低，生产成本及下游需求均有一定负面影响，钢铁企业利润进一步下行，中诚信国际将持续关注疫情过后行业的恢复情况以及钢铁企业盈利情况的变化。

环保要求逐步提升，钢铁企业面临环保投资及环保运营成本增加的压力

环保限产是解决当下大气环境的手段之一，但绿色升级改造才是实现钢铁行业可持续发展的重

中之重。“十三五”初期，随着落后产能的不断压缩以及地条钢的取缔，供需失衡的主要矛盾有所缓解，展望“十三五”后期发展，钢铁行业供给侧改革的重点将转为绿色升级改造。

2019 年 4 月 29 日，生态环境部、国家发改委、工信部等五部委联合发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》（以下简称“《意见》”），钢铁企业超低排放是指对所有生产环节（含原料场、烧结、球团、炼焦、炼铁、炼钢、轧钢、自备电厂等，以及大宗物料产品运输）实施升级改造。同时，《意见》也对大气污染物有组织排放、无组织排放以及运输过程均提出了明确要求，且达到超低排放的钢铁企业每月至少 95% 以上时段小时均值排放浓度满足上述要求。此外，《意见》安排了具体推进时间，到 2020 年底，重点区域钢铁企业超低排放改造须取得明显进展，力争 60% 左右产能完成改造，有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作；到 2025 年底，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争 80% 以上产能完成改造。

中诚信国际认为，环保标准的提升将倒逼企业环保升级或退出，前期环保投资较小，环保设备尚未达标的企业将会面临较大的资本支出压力或关停风险。此外，随着环保排放标准的提升，钢铁企业在运营过程中亦面临更高的运营成本，利润空间或将有所压缩，而装备水平较高、环保技术较强的钢铁企业有望获得更强的信用实力。

我国球墨铸铁管行业呈垄断竞争格局，进入壁垒较高，伴随城市化率的提升和相关政策导向的推动，行业有望保持良好的增长态势

球墨铸管是使用球墨铸造铁水经高速离心铸造造成的管道，具有管壁薄、韧性好、强度高、耐腐蚀、柔性接口、施工方便、安全性高等诸多优点，在市政建设领域输水管道、煤气管道及其他腐蚀物料的输送中广泛应用。

中国城市供水管道的应用也落后于西方发达国家，灰铁管和水泥管是过往输水工程采用的主要

管材，遇地质条件、外载条件变化时易发生管体脆断、错位事故，同时还存在着漏损率高、寿命短、工程造价高等问题，球墨铸管解决了上述问题，但成本相对较高。近年来，随着我国城镇化率的提升，球墨铸管企业不断加大扩产进度。

国内球墨铸铁管行业基本形成了寡头垄断的竞争格局，目前跨区域生产的只有新兴铸管和法国圣戈班集团的中国子公司圣戈班（中国）投资有限公司，两家企业球墨铸铁管的生产技术和销售渠道已经非常成熟，其中新兴铸管产能260万吨/年，圣戈班产能70万吨/年，两者相加占到中国铸铁管产能的70%，其余为产能不到10万吨/年的小钢厂。受益于该领域具有一定的技术壁垒，行业竞争格局也将保持较为稳定的状态。

总的来看，球墨铸管是理想的城市供水输气管道用材，伴随我国城市化率的提升和相关政策导向的推动，球墨铸管行业有望保持良好的增长态势。

2019年以来钢材价格回落，铁矿石成本上升，加之2020年一季度受到疫情的冲击，给公司生产经营带来一定的负面影响，但公司在球墨铸管领域仍保持了极强的市场竞争力，抗风险能力较强

从原材料供应来看，公司钢铁和铸管生产所需原燃料主要包括铁矿石、炼焦煤、喷吹煤和焦炭等。铁矿石采购方面，公司铁矿石均为外部采购。2019年，受国际铁矿石供给下降影响，国内外铁矿石价格，均呈上升趋势，给公司成本控制提供压力。

表 1：近年来公司铁矿石采购情况（万吨）

	2017	2018	2019
铁矿石	1,055.80	1,027.64	1,205.57
-进口	634.12	831.21	689.07
-国内	421.68	196.43	516.50
废钢	39.09	85.89	91.96

资料来源：公司提供

焦炭方面，公司武安基地和芜湖基地分别拥有80万吨/年和120万吨/年的焦化产能，缺口部分再向市场采购。外购方面，公司煤炭采购以喷吹煤和炼焦煤为主，并与大型煤炭供应商稳定合作，确保煤炭供应的连续稳定。2019年以来，煤炭及焦炭价

格稳中有降，给成本控制压力带来一定缓解，但考虑到煤炭及焦炭前期价格较高，成本仍处于高位。

表 2：近年来公司煤炭、焦炭供应情况（万吨）

	2017	2018	2019
自产焦炭	190.81	190.20	190.51
外购焦炭	135.85	86.70	93.17
外购煤炭	375.35	337.07	399.14

资料来源：公司提供

公司的产品主要分为钢铁产品和铸管产品两大类，离心球墨铸铁管是公司的核心产品，生产规模居世界首位，且具有自主知识产权、国际首创的特种钢管生产技术填补了国内空白市场，具备明显的竞争优势。目前已形成覆盖全国主要地区的球墨铸铁管产能布局，包括覆盖华北的河北新兴、山西新光华铸管有限公司，覆盖华东、中南的芜湖新兴、黄石新兴和桃江新兴管件有限责任公司，覆盖西南的四川省川建管道有限公司和覆盖华南的广东新兴。受益于良好的市场需求，公司铸管产能持续提升，随着建阳春二期项目投产，2019年新增铸造产能30万吨/年，截至2020年3月末铸管及铸件产品产能达到290万吨。从产量来看，2019年维持了较高的市场需求，公司铸管产量进一步增长，但考虑到产能的扩张，产能利用率有所下降，但随着新建项目产能的完全释放，2020年产能利用率或将有所回升。

表 3：近年来公司球墨铸管生产情况（万吨）

球墨铸管	2017	2018	2019	2020.1~3
年产能	260.00	260.00	260.00	260.00
产量	214.31	230.20	231.58	64.00
产能利用率（%）	82.43	88.54	89.07	98.46

注：2020年1~3月产能利用率经年化处理。

资料来源：公司提供

新产品研发方面，2019年铸管差异化产品销量达52万吨，其中新产品27.6万吨，在差异化产品中占比超过50%。同年，公司研发投入达到8.28亿元，占全年营业总收入的2.02%，且拥有多项发明专利及PCT国际专利。装备升级方面，公司研发的高效数字化喷锌机、皮带式涂衬机、高效单工位水压机，解决了岗位工作环境差、劳动强度大、危险系数高的问题；并首次应用机器人、程控行车、

AGV、MES 等智能装备，实现产品不落地、转序无人化。

公司铸管产品销售以直销为主，主要销售区域为华北、华东等经济发达地区。在区域战略布局上，已形成向全国和国际市场覆盖的格局，并不断向上下游产业延伸。2019 年，公司的铸管产品国内市场占有率排名第一，作为全球最大规模的球墨铸管供应商，销售网络覆盖亚洲、欧洲、非洲、美洲，产品行销 120 多个国家和地区。2019 年，铸管产品销量同比小幅上升，价格方面，考虑到较强的技术含量，球墨铸管产品单价均维持高位，并在上年基础上进一步上升。2020 年 1~3 月，受疫情冲击影响，下游需求有所回落，销量及价格均出现回落。

表 4: 近年来公司铸管产品销售情况 (万吨、元/吨)

产品	2017	2018	2019	2020.1~3
球墨铸管	销量	213.61	232.51	230.37
	销售均价	3,876.53	4,559.35	4,703.18
管铸件	销量	4.75	6.79	9.86
	销售均价	8,323.11	8,328.25	7,951.64

资料来源：公司提供

普钢方面，截至 2020 年 3 月末，公司具备生铁 650 万吨/年、粗钢 500 万吨/年和钢材 500 万吨/年的综合生产能力。公司钢材主要产品包括 Φ6~32mm 的螺纹钢、适用于抗震的高品质热轧带肋钢筋、Φ6~22mm 的圆钢、钢格板以及冷镦钢、钢绞线、磨球钢等优特钢。2019 年，公司生铁、粗钢和钢材产量分别为 649.59 万吨、501.45 万吨和 517.20 万吨，钢材产能释放率保持在较高水平，公司通过添加废钢及铁块等技术，带动钢材产量进一步上升。

表 5: 近年来公司钢铁产能、产量情况 (万吨/年, 万吨)

产品	最新产能	2017	2018	2019
生铁	650	591.87	613.50	649.59
粗钢	500	479.06	466.10	501.45
钢材	500	482.10	472.50	517.20

资料来源：公司提供

生产能耗方面，公司加强余热、余能综合利用，生产成本得到有效控制，2019 年吨钢综合能耗为 525.51 千克标煤，吨钢耗新水 1.93 吨，较上年有所

下降，且符合国标要求，能耗指标亦处于行业较好水平。

公司钢材均为内销，主要销往武安和芜湖基地所处的河北和安徽及周边地区。2019 年，公司销售钢材 516.74 万吨，同比增长 7.48%；价格方面，受前期价格处于高位，加之年内行业钢材产量持续扩张影响，钢材价格有所回落，全年平均价格降至 3,476.69 元/吨，降幅达到 3.68%。结算方面，钢材销售一般采用现款现货模式，资金流动情况良好。2020 年一季度，受新冠疫情影响，钢材需求减弱，运输成本上升，钢材产品的量价齐跌，但整体降幅可控，且国内疫情已基本结束，二季度以来销售情况逐步回暖。

表 6: 近年来公司主要钢材产品销售情况 (万吨、元/吨)

	2017	2018	2019	2020.1~3
销量	492.95	480.78	516.74	121.86
销售均价	3,284.77	3,609.49	3,476.69	3,222.35

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，公司针对钢材和铸管产品生产体系完善，并已建立起相应的营销体系，但 2019 年来钢材价格回落，铁矿石成本的上升，加之 2020 年一季度钢铁板块受到疫情的冲击，给公司生产经营带来一定的负面影响，考虑到国内球墨铸管需求的增长，以及在球墨铸管领域极强的市场竞争力，公司抗风险能力较强。

公司非钢业务板块整体较为稳定，为收入的重要补充，为可持续发展提供了有力支撑，2019 年受配送及房地产业务收缩影响，收入规模有所下降

除钢铁、铸管板块外，公司在产业链上下游进行了布局，经营配送和分销、副产品等业务。

配送和分销业务系公司营业总收入的重要补充，2019 年以来分销业务仍维持了一定规模，但为聚焦资源，优化收入结构，逐步压减配送业务收入。配送与分销业务主要为原料、炉料贸易业务和钢铁产品贸易业务两大类，主要分为铁矿石进口代理，合金炉料、锌锭等分销。公司原料、炉料贸易业务系利用铁矿石进口资质和签订的长期协议，以及公

公司与国内主要炉料合金等供应商稳定的战略合作关系，以代购分销方式进行，在保障公司自身原料、炉料供给的情况下，通过批量采购、调余补缺的方式降低自给原料价格的同时，实现贸易的盈余。公司进口铁矿石约 75%为自用，剩余部分为对外销售。

近年来公司副产品业务主要为生铁、废钢的销售，目前废钢需求较大，销量有所增加，但 2019 年以来废钢价格有所回落，带动板块收入小幅下行。其他业务包括格板、化产品、复合管以及房地产等，其中房地产有所收缩，板块收入有所下降。

未来仍以发展铸管升级及产业链延伸为主，在建项目资本支出压力不大

公司根据业务特点制定了较为可行的发展战略

表 7：截至 2020 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	累计投资	预计完工时间	2020 年剩余计划投资	2021 年计划投资
高性能球墨铸铁管 DN300-1000 智能化生产线升级项目	4.80	2.47	2020.05	1.43	0.90
阳江二期铸管项目	3.86	3.87	2019.12	-	-
铸管一期技术改造	1.85	1.01	2020.06	0.22	-
烧结烟气脱硫脱硝改造工程	4.69	3.11	2020.12	0.73	-
合计	15.20	10.46	-	3.34	0.90

注：部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异，部分项目已完工待转固。

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度审计报告、经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年度审计报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表，财务数据均采用报告期末数据。

2019 年，公司转让所持有的四川三洲精密钢管有限公司 60%股权，不再将其纳入合并报表范围，但由于该标的规模较小，对公司财务数据无重大影响。

2019 年以来钢铁行业景气度有所下行，加之铁矿石采购成本上升，使得公司钢铁主业盈利水平略有弱化，但铸管板块毛利率降幅较小，周期下行幅度较

略，随着技术水平的提高和产品结构的改善，在铸管和钢铁主业方面，公司将通过品种、质量、成本和效率四个方面提升服务能力和综合竞争力，做好增量、盘活存量、主动减量，以优化产品结构和产业布局、降本增效为重点。公司将利用自身优势，大力发展管件产品，并吸引集聚铸造资源，打造高端铸造产业园。此外，公司将围绕主业延伸产业链，积极发展下游关联产业，重点拓展水务、城市管廊和物流等领域。

在建项目方面，公司主要在建项目集中于铸管生产线智能化升级、阳江二期铸管项目建设、技术改造及技能环保等方面，截至 2020 年 3 月末，主要在建项目计划总投资 15.20 亿元，已完成投资 10.46 亿元，整体资本支出压力不大。

低；2020 年一季度，受新冠疫情影响，经营承压

2019 年，公司钢材产销量的增长带动板块收入同比微增，但受铁矿石价格大幅上升及钢材价格回落的双重挤压影响，板块毛利率呈大幅下降趋势。同时受行业下行压力影响，铸管板块毛利率小幅下降，但由于铸管价格下滑幅度远小于钢材价格，同时受益于销量的上升，铸管板块收入规模同比上升。此外，公司分销业务维持了一定规模，但整体营业毛利率较低，利润空间有限；配送业务主要为代理业务，按照净额确认收入，受板块收入及成本变化较大。2020 年一季度，受新冠疫情影响，钢铁、贸易等各版块收入规模出现回落，但钢铁板块整体仍维持了较高的盈利水平，毛利率小幅上升。

表 8：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

板块收入	2017	2018	2019	2020.1~3
钢铁	168.27	192.49	202.07	43.15
铸管	88.30	113.69	118.59	27.66
配送	87.90	14.75	5.79	1.41
分销	36.71	52.45	54.85	5.79
副产品	12.98	1.50	1.22	-
其他	18.50	30.59	26.37	3.91
营业总收入	412.66	405.47	408.90	81.92
板块毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
钢铁	16.37	21.26	12.61	13.26
铸管	17.41	24.56	23.62	22.38
配送	0.05	5.28	18.55	2.13
分销	0.59	1.48	1.38	2.59
副产品	-0.11	-1.50	0.92	-
其他	7.53	7.23	7.63	12.53
营业毛利率	10.80	17.90	14.03	15.37

注：数据经四舍五入。

资料来源：公司提供

2019 年以来，由于员工薪酬增加、销售规模的扩大以及研发费用的持续投入，期间费用维持了往年的上升趋势，期间费用率亦有所升高，但受益于债务规模及融资成本的下降，财务费用小幅下降。

受钢铁行业前期利润较高，2019 年钢铁行业周期下行，加之铁矿石成本上升以及期间费用的侵蚀影响，公司经营性业务利润有所回落。近年来公司坏账损失较为稳定，但受对参股子公司新兴能源装备股份有限公司计提的资产减值及固定资产减值损失增加影响，全年资产减值规模明显上升，利润总额进一步减少，使得 EBIT 和 EBITDA 均有所回落，EBITDA 利润率及总资产收益率亦随之下降。

2020 年一季度，尽管公司吨钢毛利润有所回升，但受疫情影响，收入规模同比减少 22.51%，期间费用占比升高，盈利水平有所减弱，国内疫情控制较好，二季度以来经营环境大幅好转，中诚信国际将持续关注公司经营环境及盈利能力变化情况。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	23.19	25.26	26.33	6.46
期间费用率（%）	5.62	6.23	6.44	7.88
经营性业务利润	19.67	43.73	29.41	5.74

资产减值损失	6.18	9.12	11.40	0.47
投资收益	3.82	-0.86	2.30	0.03
营业外损益	-1.83	-3.60	0.16	-0.12
利润总额	15.51	30.16	20.49	5.01
EBITDA 利润率（%）	8.37	12.13	9.98	-
总资产收益率（%）	4.67	7.42	5.20	-

注：资产减值损失包括信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年末，公司压缩财务杠杆水平，资产及负债规模有所减少；受益于土地补偿款的回收，其他应收款余额大幅下降

2019 年，公司收到芜湖基地的搬迁补偿款，并偿付银行贷款，年末资产及负债规模均有所减少。同年末公司流动资产小幅下降，占总资产的占比降至 47.45%，其中其他应收款中土地补偿款以及往来款的回收，应收票据小幅下降，存货、货币资金仍高位，且受限货币资金占比约为 16%，流动性较高。随着在建工程、固定资产的陆续投资，加之对子公司河北新兴铸管及合营公司宁波保税区新德优兴投资合伙企业（有限合伙）的追加投资，长期股权投资上升，带动非流动资产上升。

权益方面，受益于利润的积累，2019 年末在未分配利润的增加带动下，所有者权益有所提升，公司分红情况稳定，2019 年预计分红 6.35 亿元（含回购股份），占归属于上市公司普通股股东的净利润的 42.40%，较高的分红比例不利于公司权益的积累。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	60.18	79.51	88.60	85.46
应收款项	56.03	58.18	51.13	56.84
其他应收款	68.59	42.96	18.18	18.60
存货	24.74	56.86	53.22	54.05
固定资产	161.48	161.87	164.93	163.99
在建工程	8.57	11.70	14.86	16.23
长期股权投资	42.43	36.59	42.14	42.21
资本公积	86.88	85.96	85.96	86.02
未分配利润	61.76	75.78	81.64	85.23
少数股东权益	9.89	11.80	11.80	11.87

注：应收款项包括应收账款、应收票据及应收款项融资。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年末，负债规模有所下降，主要系公司减

少债务融资规模，并调整债务期限结构，此外公司增加了现金付款的比例，应付账款及预收款项的经营性负债规模亦呈下降趋势。带息负债方面，公司通过发行公司债等外部长期融资方式筹资，短期借款并带动总债务规模小幅下降，短期债务占比降至64.15%。截至2020年3月末，长期债务转为短期债务，加之疫情期间对短期资金流动性要求较高，公司适当增加债务融资力度，短期债务规模加大，债务期限结构略有短期化趋势。受益于权益的积累以及债务规模的下降，2019年末资产负债率及总资产资本化比率均呈下降趋势，尽管2020年3月末总资产资本化比率小幅上升，仍处于行业内较好水平。

表 11：近年来公司主要负债及财务杠杆情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
短期借款	103.66	98.99	74.07	76.40
应付账款	50.74	54.53	46.42	46.95
预收款项	29.16	44.55	37.62	33.20
一年内到期的非流动负债	12.65	11.82	19.41	28.53
短期债务	131.58	132.35	107.13	125.75
长期借款	15.95	7.01	4.88	3.88
应付债券	29.90	29.92	49.32	39.34
长期应付款	5.19	7.78	6.19	5.68
总债务	182.63	177.02	166.99	174.11
资产负债率（%）	57.94	58.12	54.90	54.89
总资产资本化比率（%）	46.97	44.92	42.76	43.35

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年以来，公司加大对上游付现比例，获现能力小幅弱化，但受益于债务规模的下降，公司偿债能力维持在较好水平

近年来钢铁行业回款情况较好，但受国际铁矿石紧缺影响，2019年付现比小幅上升，带动经营活动净现金流同比小幅下降，但经营获现能力仍处于较强水平。投资方面，公司随着股权投资及在建项目的推进，维持了一定的资本支出规模，投资活动负敞口进一步扩大。筹资方面，公司继续压降债务规模，并调整了长期债务的融资力度，筹资活动呈净流出态势。2020年一季度，受疫情影响，经营压力加大，经营活动净现金流同比转为净流出态势，使得公司对外部融资依赖程度增加，筹资活动转为净流入态势。

2019年，在EBITDA及经营活动现金流同比下降的情况下，公司总债务/EBITDA及经营净现金流/总债务均出现小幅下降，但得益于公司降低债务规模，融资成本降低，使得盈利及获现水平对利息支出的覆盖能力进一步增强。整体看，公司偿债能力较好，但扣除利息支出、股利及必要资本支出后对总债务的覆盖能力尚有待加强。此外，截至2020年3月末，公司货币资金较为充足，货币资金/短期债务达到0.68倍，对短期债务的保障能力较高。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	36.84	37.53	31.28	-5.39
投资活动净现金流	7.08	-4.81	-6.46	-0.67
筹资活动净现金流	-33.51	-18.63	-16.42	3.01
总债务/EBITDA（X）	5.29	3.60	4.09	-
EBITDA利息保障倍数（X）	4.46	6.72	6.88	-
经营净现金流/总债务（X）	0.20	0.21	0.19	-0.12*
经营活动净现金流/利息支出（X）	4.76	5.13	5.28	-
（CFO-股利）/总债务（%）	14.60	13.75	10.37	-
FCF/总债务（%）	5.53	3.34	-7.46	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整个偿债能力提供支持，未决诉讼规模较为可控

截至2020年3月末共获得银行授信额度405.35亿元，其中未使用额度为300.21亿元，备用流动性充足；同时，公司作为A股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

截至2020年3月末，公司受限资产合计为23.40亿元，占当期末净资产的10.28%，其中14.34亿元受限货币资金为各项保证金，受限比例不高。同期末，公司不存在对外担保的情况。

截至2019年末，公司涉及重大且金额超过1亿元的未决诉讼如下：

1) 子公司新兴铸管（香港）有限公司（以下简称“铸管香港”）认购Gold Point Development Limited发行的3亿元可转债发生违约，中国国际经济贸易仲裁委员会（上海）已裁决GPDL向铸管香港偿付可转换债券本金人民币3亿和利息、违约金、律师

费、仲裁费等合计 4.16 亿元，但对方尚未支付相关款项，目前公司已计提全额资产减值损失。

2) 2017 年子公司新兴际华融资租赁有限公司（以下简称“新兴租赁”）与海航集团有限公司及海航生态科技集团有限公司（以下简称“海航”）签订融资租赁合同（4.5 亿元本金，三年期），并转让给信达金融租赁有限公司（以下简称“信达租赁”）。由于海航未按照合同约定按时向新兴租赁支付到期租金，新兴租赁亦无法按时向信达租赁支付租金，信达租赁向法院提起诉讼，尚未开庭，涉案金额 2.74 亿元。同时，新兴租赁已向法院申请仲裁前财产保全请求，并向北京仲裁委员会请求海航支付到期未付及未到期租金、律师费、仲裁费、违约金等合计 3.08 亿元，已获得裁决，但海航尚未执行。

上述涉案金额规模不大，对公司经营影响可控，中诚信国际将关注后续进展及相关或有负债情况。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 4 月 22 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

控股股东新兴际华实力雄厚，作为钢铁冶炼的核心板块，公司在资金、业务发展等方面得到较大支持

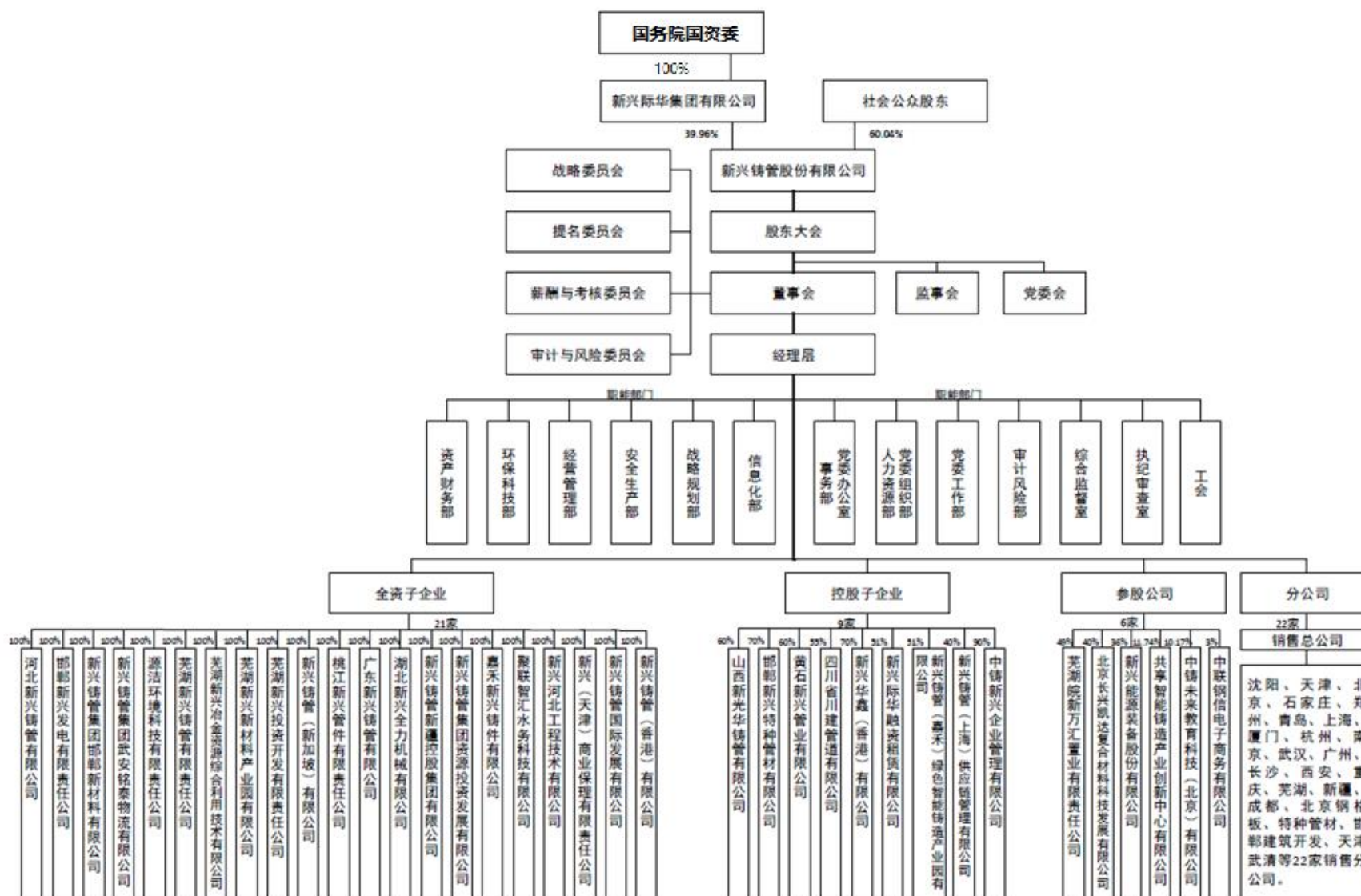
公司控股股东新兴际华系国务院国资委全资直属的中央企业，是集资产管理、资本运营和生产经营于一体的大型国有独资公司，2019 年位居《财富》世界 500 强企业第 475 位。新兴际华聚焦冶金、轻工、装备、商贸物流等主要业务板块，是产销量位居世界首位的球墨铸铁管研发生产基地，也是国内最大的后勤军需品、职业装、职业鞋靴、高端纺织品研发生产基地，并拥有国家级企业技术中心、设计中心等，在多元化经营、行业地位、技术研发等方面具备显著优势。

截至 2019 年底，新兴际华总资产为 1,309.34 亿元，总负债为 769.65 亿元，所有者权益为 539.69 亿元，2019 年度实现营业收入 1,402.67 亿元，净利润 22.57 亿元，2019 年度实现经营活动现金净流量为 80.77 亿元，具备极强的财务实力。公司是新兴际华冶金业务板块的最核心企业，也是其下属仅有的两家上市公司之一，近年来公司营业总收入占新兴际华冶金业务板块收入的 90% 以上，2019 年净利润贡献达到 70% 以上，且作为新兴际华的核心子公司，近年来在业务发展等方面得到了控股股东有力支持，在钢铁行业低迷期间，新兴际华受让了公司下属三家驻疆亏损钢铁企业，转让价格合计 27.23 亿元，以上市公司股份、现金、土地等资产组合形式支付，对公司剥离低效资产提供了较大帮助。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持新兴铸管股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 新兴 01”的信用等级为 **AAA**。

附一：新兴铸管股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：新兴铸管股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	601,816.08	795,095.68	885,992.33	854,569.40
应收账款净额	159,264.59	169,201.55	187,996.55	231,936.03
其他应收款	685,937.53	429,566.57	181,828.56	185,996.31
存货净额	247,420.62	568,555.86	532,207.16	540,490.81
长期投资	569,055.19	450,603.91	503,728.96	518,920.33
固定资产	1,614,750.75	1,618,660.65	1,649,284.86	1,639,927.47
在建工程	85,705.98	116,984.47	148,603.98	162,336.11
无形资产	78,915.41	186,888.89	204,775.28	208,757.72
总资产	4,903,265.35	5,183,616.87	4,956,403.37	5,045,151.31
其他应付款	77,956.22	93,220.21	78,470.64	89,126.01
短期债务	1,315,821.53	1,323,499.24	1,071,250.28	1,257,480.06
长期债务	510,449.45	446,713.30	598,606.87	483,603.86
总债务	1,826,270.98	1,770,212.54	1,669,857.14	1,741,083.92
净债务	1,224,454.90	975,116.86	783,864.82	886,514.52
总负债	2,841,191.78	3,012,935.42	2,720,996.29	2,769,490.15
费用化利息支出	74,478.40	73,161.28	58,843.97	-
资本化利息支出	2,973.74	0.00	454.28	-
所有者权益合计	2,062,073.58	2,170,681.45	2,235,407.08	2,275,661.15
营业总收入	4,126,637.23	4,054,712.03	4,088,970.71	819,172.30
经营性业务利润	196,669.33	437,332.21	294,112.42	57,377.48
投资收益	38,210.45	-8,638.38	23,003.50	328.13
净利润	106,563.33	203,403.13	158,611.79	36,455.94
EBIT	229,543.33	374,733.43	263,735.02	-
EBITDA	345,337.45	491,703.78	408,147.85	-
经营活动产生现金净流量	368,425.84	375,264.39	312,832.89	-53,939.68
投资活动产生现金净流量	70,838.54	-48,084.36	-64,551.34	-6,710.83
筹资活动产生现金净流量	-335,092.58	-186,292.84	-164,203.19	30,054.71
资本支出	165,643.67	184,215.18	297,685.41	23,632.34
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	10.80	17.90	14.03	15.37
期间费用率(%)	5.62	6.23	6.44	7.88
EBITDA 利润率(%)	8.37	12.13	9.98	-
总资产收益率(%)	4.67	7.42	5.20	-
净资产收益率(%)	5.45	9.59	7.20	6.47*
流动比率(X)	1.03	1.06	1.14	1.08
速动比率(X)	0.92	0.83	0.88	0.84
存货周转率(X)	11.30	8.14	6.39	5.17*
应收账款周转率(X)	26.34	24.16	22.89	15.61*
资产负债率(%)	57.94	58.12	54.90	54.89
总资本化比率(%)	46.97	44.92	42.76	43.35
短期债务/总债务(%)	72.05	74.76	64.15	72.22
经营活动净现金流/总债务(X)	0.20	0.21	0.19	-0.12*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.28	0.28	0.29	-0.17*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.76	5.13	5.28	-
经调整的经营净现金流/总债务(%)	14.60	13.75	10.37	-
总债务/EBITDA(X)	5.29	3.60	4.09	-
EBITDA/短期债务(X)	0.26	0.37	0.38	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.46	6.72	6.88	-
EBIT 利息保障倍数(X)	2.96	5.12	4.45	-

注：1、2020 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将其他流动负债中的超短期融资券及未到期应付债券利息计入短期债务，将长期应付款中的融资租赁款计入长期债务；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。