

盛和资源控股股份有限公司

2015 年公司债券 2017 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人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【2017】跟踪第
【605】号 01

债券剩余规模：4.5 亿元
债券到期日期：2020 年
08 月 05 日
债券偿还方式：每年付
息一次，到期一次还本，
附第 3 年末公司调整票
面利率及投资者回售选
择权

分析师

姓名：
陈刚 刘志强

电话：
0755-82871701

邮箱：
cheng@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

盛和资源控股股份有限公司 2015 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	负面
评级日期	2017 年 06 月 21 日	2016 年 05 月 16 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对盛和资源控股股份有限公司（以下简称“盛和资源”或“公司”）及其 2015 年 08 月 05 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望调整为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内公司具有一定的技术优势及稀土冶炼分离生产指标，通过定增购买资产使得自有资本实力明显提升，同时有助于多元化经营。但我们也关注到，受稀土行业持续低迷影响，2016 年公司盈利能力下滑，存货及应收账款规模大，占用较多资金，且存在一定的跌价损失风险，有息债务规模较大，稀土产品原材料保障存在一定的不确定性以及新并购子公司后续经营稳定性存在一定不确定性等风险因素。

正面：

- 2017 年 2 月，公司通过非公开发行股票购买资产及募集配套资金，资本实力大幅上升。2017 年 2 月公司非公开发行 33,110.91 万股股份及支付现金 2.24 亿元购买赣州晨光新材料股份有限公司（以下简称“晨光稀土”）等三家子公司股权及募集配套资金，使得自身净资产规模大幅上升，截至 2017 年 3 月末公司净资产规模为 49.74 亿元，是 2015 年末的 3.54 倍。
- 公司拥有一定的技术优势及冶炼分离生产指标，在四川省内行业地位领先。公司拥有“少铈氯化稀土、氟化铈一步生产法”等自有专利，在稀土冶炼分离领域具有一定的技术优势；2016 年公司从中铝四川稀土有限公司（以下简称“中铝四川”）

获得稀土冶炼分离产量指标 4,425 吨（折 REO），仍位于四川省第一。

- **被并购子公司业务范围较广，经营相对稳定，有助于公司经营的多元化。**海南文盛新材料科技股份有限公司（以下简称“文盛新材”）主营业务为锆钛选矿及加工，具备年产 75 万吨锆英砂、钛精矿和金红石的产能；晨光稀土产品包括稀土氧化物和稀土金属，拥有年产 3,000 吨稀土氧化物、年产 8,000 吨稀土金属、年处理 5,000 吨钽铁硼废料产能；四川省乐山市科百瑞新材料有限公司（以下简称“科百瑞”）主营业务为稀土金属的冶炼，设计产能 3,000 吨/年。2014-2016 年，上述三家子公司合计分别实现营业收入 36.77 亿元、35.93 亿元及 42.59 亿元，利润总额 786.25 万元、15,982.47 万元和 31,325.98 万元。

关注：

- **受稀土行业整体低迷影响，2016 年公司营业利润出现亏损。**受稀土行业低迷影响，2016 年公司综合毛利率为 4.59%，较 2015 年下降 9.74 个百分点，营业利润亏损 10,273.57 万元。
- **公司存货和应收账款规模较大，占用较多流动资金，且存在一定的资产损失风险。**截至 2017 年 3 月末，公司存货和应收账款规模分别为 26.21 亿元和 9.40 亿元，占总资产的比重分别为 30.17% 和 10.82%；存货中稀土氧化物及锆钛制品占比较高，受市场波动影响，存在一定的跌价损失风险；部分应收账款回款周期较长，存在一定的坏账风险。
- **公司有息债务规模增加明显，未来偿付压力加大。**截至 2017 年 3 月末，公司有息负债规模达 22.56 亿元，是 2015 年末的 3.05 倍，未来三年需集中偿还 16.34 亿元，偿债压力较大。
- **公司对汉鑫矿业的托管到期后能否继续获得其经营管理权存在不确定性。**公司对四川汉鑫矿业发展有限公司（以下简称“汉鑫矿业”）的托管在 2017 年 9 月 30 日到期后，能否继续获得其经营管理权存在不确定性；2015-2016 年公司从汉鑫矿业采购的稀土精矿占比分别为 92.31% 和 100.00%，若到期后无法继续获得其经营管理权，将对公司经营产生不利影响。
- **2017 年 2 月公司完成对晨光稀土等三家子公司的收购，形成了较大规模的商誉，若后续盈利未达预期，存在一定的商誉减值风险；且新增的锆钛加工等业务与目前主营业务相关度不高，后续发展情况有待观察。**。2017 年 2 月，公司完成对文盛新材等三家公司股权的收购，交易总价格达 30.50 亿元，整体溢价率为 43.46%

（评估基准日为 2016 年 8 月 30 日），形成商誉价值 7.78 亿元，若后期盈利未达预期，存在减值损失风险；且新增的锆钛加工等业务与目前主营业务相关度不高，后续发展情况有待观察。

主要财务指标：

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	868,619.96	251,714.81	229,465.84	184,108.44
归属于母公司所有者权益合计（万元）	474,327.60	119,291.01	120,748.39	125,469.46
有息债务（万元）	225,585.75	93,467.00	73,852.78	34,295.75
资产负债率	42.73%	44.62%	38.71%	29.54%
流动比率	2.44	3.51	4.47	3.02
速动比率	1.44	2.04	3.07	2.26
营业收入（万元）	93,331.06	137,113.35	109,815.43	151,450.07
营业利润（万元）	4,630.30	-10,273.57	3,505.53	23,187.96
利润总额（万元）	4,521.55	-3,987.16	3,684.73	23,063.58
综合毛利率	13.32%	4.59%	14.33%	22.48%
总资产回报率	-	0.00%	2.96%	15.70%
EBITDA（万元）	-	3,187.66	8,468.24	26,232.76
EBITDA 利息保障倍数	-	0.80	3.23	17.48
经营活动现金流净额（万元）	-18,522.34	-10,661.56	-26,395.41	-10,836.71

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年8月5日发行5年期4.5亿元公司债券，债券募集资金用于补充公司流动资金。本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2017年2月8日，经中国证监会证监许可[2017]186号文批准，公司通过非公开发行33,110.91万股股份及支付现金2.24亿元购买晨光稀土100.00%股权、科百瑞71.43%股权以及文盛新材100.00%股权，交易价格合计为30.50亿元，并发行7,798万股股份，募集配套资金66,555.15万元。此次发行股份完成后，公司实收资本上升至135,012.85万元，控股股东中国地质科学院矿产综合利用研究所持股比例下降至14.04%。2017年2月，公司将上述三家子公司纳入合并范围，新增锆钛及稀土金属加工主营业务。

表 1 截至 2017 年 4 月 25 日公司前十大股东股权结构（单位：股）

股东名称	持股数量	持股比例
中国地质科学院矿产综合利用研究所	189,524,783	14.04%
王全根	92,476,537	6.85%
黄平	90,696,926	6.72%
四川巨星企业集团有限公司	74,514,558	5.52%
海南文盛投资有限公司	61,980,195	4.59%
四川省地质矿产公司	54,953,993	4.07%
天津自贸区鑫泽通企业管理合伙企业(有限合伙)	35,881,292	2.66%
上海铄京实业有限公司	30,730,000	2.28%
深圳市方东和太投资中心(有限合伙)	20,000,000	1.48%
王晓晖	16,173,651	1.20%
合计	666,931,935	49.41%

资料来源：Wind资讯，鹏元整理

跟踪期内，共有 6 家子公司纳入公司合并范围，具体如下表所示：

表 2 跟踪期内纳入公司合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式	纳入合并范围时间
盛和资源（新加坡）有限公司	363.00 万美元	100.00%	进出口批发贸易	设立	2016 年
润和国际有限公司	3.00 万美元	100.00%	催化剂、重油催化裂化催化剂、催化剂设备等的贸易	设立	2016 年
越南稀土有限公司	-	90.00%	稀土类磁石原料	收购	2016 年

			用的、稀土金属的生产		
赣州晨光新材料股份有限公司	36,000.00	100.00%	稀土氧化物的分离和稀土金属的冶炼加工	收购	2017年2月
四川省乐山市科百瑞新材料有限公司	1,400.00	100.00%	稀土金属的冶炼	收购	2017年2月
海南文盛新材料科技股份有限公司	28,125.00	100.00%	锆钛选矿及加工	收购	2017年2月

资料来源：公司提供

截至2016年12月31日，公司资产总额为25.17亿元，归属于母公司的所有者权益为11.93亿元，资产负债率为44.62%；2016年度，公司实现营业收入13.71亿元，利润总额-0.4亿元，经营活动现金净流出1.07亿元。

截至2017年3月31日，公司资产总额为86.86亿元，归属于母公司的所有者权益为47.43亿元，资产负债率为42.73%；2017年第一季度，公司实现营业收入9.33亿元，利润总额0.45亿元，经营活动现金净流出1.85亿元。

三、运营环境

我国仍实行稀土开采和生产总量控制指标制，但绝大多数集中于六大稀土集团¹，行业集中度大幅提高；受下游需求不足等影响，稀土行业整体仍较低迷

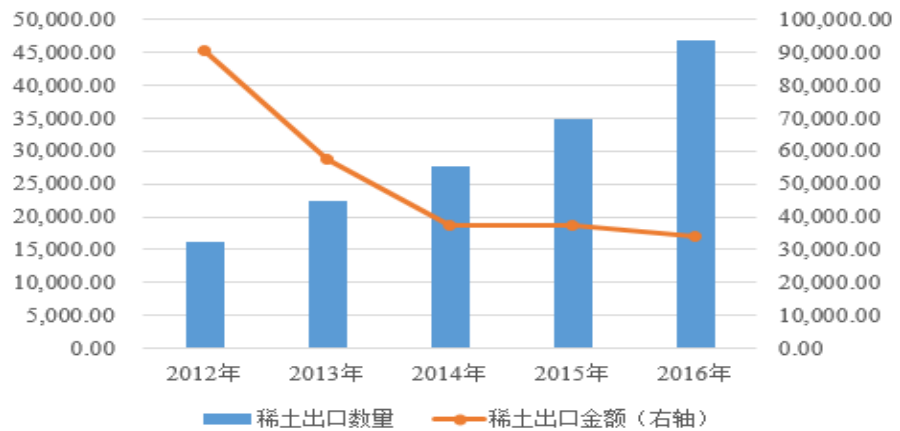
稀土作为不可再生的重要战略资源，2016年我国仍实行稀土开采与生产总量控制计划指标制，与2015年基本保持一致，其中六大稀土集团所获指标获得指标占比分别为99.9%和99.6%。据《稀土行业发展规划（2016-2020年）》统计数据显示，目前国内稀土冶炼分离企业从99家压缩到59家，6家稀土集团主导市场的格局初步形成，整合了全国23家稀土矿山中的22家、59家冶炼分离企业中的54家，扭转了“多、小、散”的局面，冶炼分离产能从40万吨压缩到30万吨，行业集中度大幅提高。

需求方面，国内稀土应用领域中永磁材料占比最大，受宏观经济持续下行影响，增速继续放缓；钕铁硼受新能源汽车的需求带动有所增长，其余应用领域并未出现明显变化，整体仍表现较疲软。受此影响，2016年稀土分离企业开工率整体下滑，第一季度平均开工率约55%，上半年稀土价格反弹，稀土开工率有所增加，商家关注商储和国储的情况，然而并未按计划落实。5月份稀土价格开始下跌，部分企业关停，部分企业弹性生产。8月份国家环保督查，各省大半生产企业停产，开工率下降，直到10月份才有所反弹。出口

¹ 六大稀土集团是指：中国铝业公司、中国五矿集团公司、厦门钨业股份有限公司、赣州稀土集团有限公司、广东省稀土产业集团及中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司。

方面,由于国家接连取消了稀土出口配额限制及关税等政策,稀土出口数量持续攀升。2016年我国稀土实际出口量4.67万吨,同比增长34.21%,出口金额34,157.20万美元,同比下降8.43%,稀土出口继续呈量增价跌之势。

图1 2012-2016年我国稀土出口情况(单位:吨)

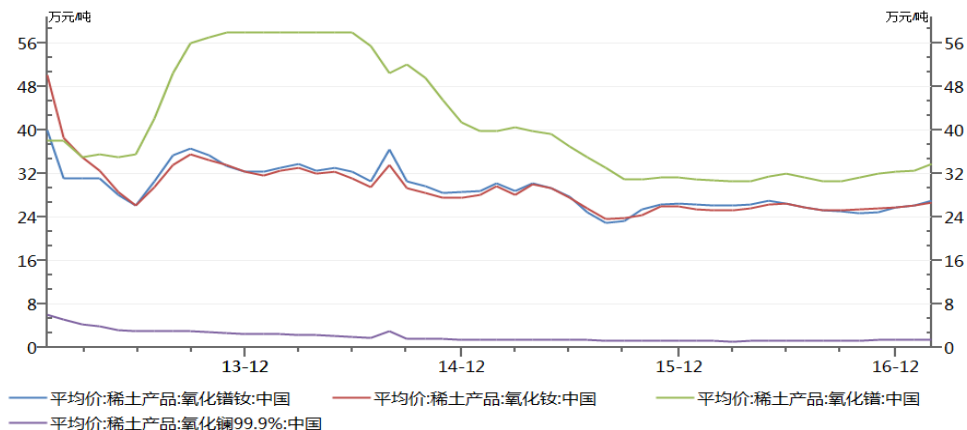


受稀土行业整体低迷影响,稀土氧化物的市场价格处于低位徘徊

2016年国内稀土价格总体平稳,上半年稀土市场供需基本面未出现明显变化,稀土价格的波动主要是受政策预期的影响。4月中旬以前,受下游需求疲软影响,稀土价格基本处于下行通道;4月中旬至5月上旬,在商业储备消息的利好刺激下,稀土生产企业及贸易商上调报价,镨钕、镝、铽等稀土产品价格逆势上扬,多数供应商看好短期市场,部分稀土产品出现了5%~10%不等的涨幅。5月中下旬开始,由于下游消费并未出现实质性好转,导致市场成交不活跃,价格持续上涨乏力,氧化镨钕等产品价出现回调。6月上旬在稀土国储流标消息的影响下,市场信心下挫,稀土价格进一步加大了回调力度,主要产品价格于第三季度位于低位,至第四季度逐渐小幅回调。现货市场供应过剩,致使价格仍在低位徘徊,同业竞争加剧。

2016年12月份以来,稀土国储已累计进行三轮,稀土收储呈现小批量、高频次招标的趋势,短期内对提振稀土价格起到一定作用,但可持续性有待观察。

图2 2013-2017年2月我国主要稀土氧化物的价格走势情况



资料来源: Wind资讯, 鹏元整理

2016年以来, 工业和信息化部等部门继续通过多种途径, 鼓励实施稀土采选, 冶炼分离清洁生产改造和两化深度融合, 实现全行业绿色转型, 提升智能化水平; 完善稀土开采、生产、流通等环节的管理政策, 加强资源保护, 整顿流通秩序, 提升生产技术, 以六大稀土集团为主导的行业发格局基本形成。

表3 2016年以来国内稀土行业政策汇总

颁布时间	颁布部门	文件名称	主要内容
2016.1	国土资源部	《关于下达2016年度稀土矿钨矿开采总量控制指标(第一批)的通知》	2016年全国第一批稀土矿开发总量控制指标为52,500吨, 其中离子型稀土矿指标8,950吨, 岩石型稀土矿指标43,550吨
2016.3	工业和信息化部	《2016年第一批稀土生产总控制计划的通知》	可计划生产矿产品52,440吨, 冶炼分离产品44,805吨
2016.4	国土资源部	《国土资源“十三五”规划纲要》	加强对稀土等战略性矿产重要矿产地储备
2016.6	工业和信息化部	《稀土行业规范条件(2016年本)》	对稀土项目的设立和布局、生产规模、资源利用等多个方面进行细化规范
2016.10	工业和信息化部	《稀土行业发展规划(2016-2020年)》	提出大力发展稀土高端应用, 加快稀土产业转换, 到2020年, 我国主要稀土功能材料产量将达到年均增长15%以上, 中高端稀土功能材料占比明显提高, 中国将跻身全球稀土技术和产业强国行列。
2016.11	国土资源部、国家发展改革委等	《我国矿产资源规划(2016-2020年)》	将稀土等24中矿产列入战略性矿产目录, 作为矿产资源宏观调控和监督管理的重要对象
2016.12	工业和信息化部	《稀有金属管理条例》	列入2016年国务院II类立法计划, 从稀土勘查开采、冶炼分离、产品流通、进出口管理、储备管理和综合利用等环节实行全行业产业链管理

资料来源: 公开资料, 鹏元整理

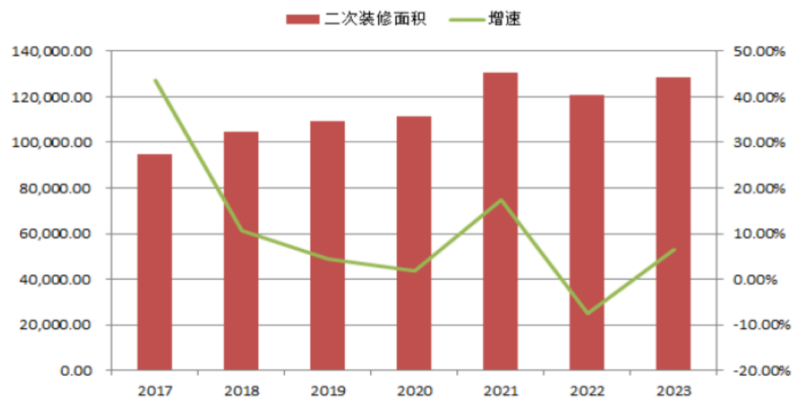
钆行业下游需求逐步回升, 上游供给及库存均下降, 钆英砂价格未来有望持续上涨

钆终端产品中, 陶瓷、精密铸造和耐火材料占比分别约为53%、14%和10%。我国的

锆英砂需求量约占全球总产量的48%，2016年ILUKA销售的锆英砂中75.86%销往中国，我国锆英砂的需求变化对全球锆英砂需求走势影响重大。

陶瓷主要包括卫生用陶瓷和建筑用陶瓷，主要由硅酸锆制成，陶瓷需求量与房地产市场有较大的关联度。2016年我国完成房地产开发投资102,581亿元，比上年名义增长6.9%，增速较2015年上升5.91个百分点；房地产新开工面积166,928万平方米，增长8.1%。房地产市场形势较2015年有所好转，不排除随着房地产政策的逐步收紧，未来新建房及首次装修对陶瓷的需求量增速存在下降的可能性。随着中国步入“后房地产”，存量房二次装修大潮来临，将带来一定的陶瓷需求量。假设陶瓷寿命平均为10年，卫生间、厨房由于磨损频繁，陶瓷使用寿命往往更低。根据长城证券研究所研究成果，假定二次装修的时间间隔为8年，则2017-2023年国内二次装修市场空间对应为2009-2015年房地产销售量，则国内二次装修市场空间CAGR为5.23%，预计硅酸锆整体需求量年增速为1%。

图3 2017-2023年中国二次装修市场空间及增速（单位：万平方米）



资料来源：wind资讯、长城证券研究所

氧化锆陶瓷背板具有高强度、无信号屏蔽、不老化等优势，可用于智能手机、可穿戴设备和无线充电，未来市场空间巨大。随着我国5G时代的逐步临近，未来3年内陶瓷手机背板渗透率有望达到30%，同时随着良率的不断提升，陶瓷手机背板价格有望逐步下降，未来渗透率将持续提升，拉动上游非色料用氧化锆需求增长。长城证券研究所预计2017年全球锆英砂需求量为123.3万吨，2017-2020年我国及全球锆英砂需求预测如下表所示。

表4 2017-2020年我国及全球锆英砂需求预测（单位：万吨）

项目名称	2017年	2018年	2019年	2020年
全球锆英砂需求	123.30	130.43	139.26	150.14
我国锆英砂需求	59.19	62.61	66.84	72.07
其中：硅酸锆需求	24.37	24.62	24.86	25.11
非色料用化学氧化锆需求	11.40	14.25	17.81	22.27
精密铸造	6.73	7.41	8.15	8.96

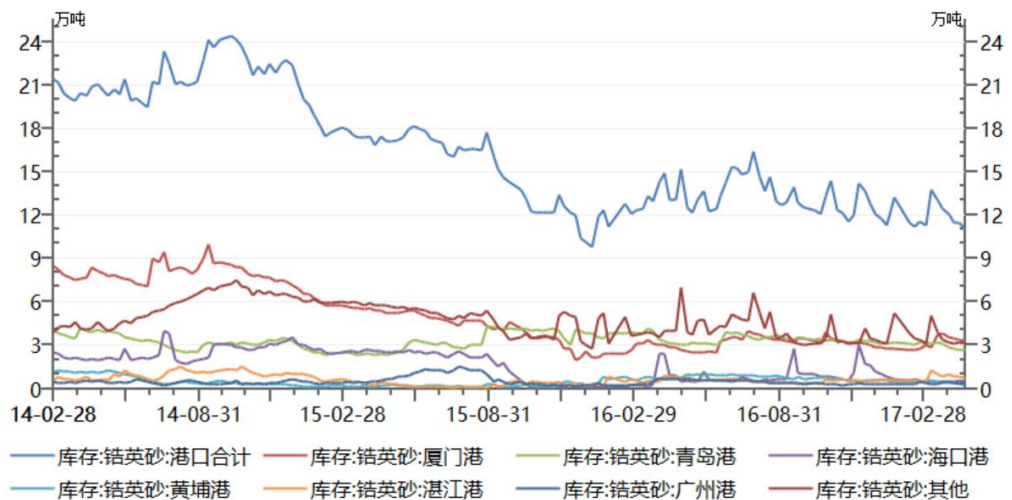
玻璃防火材料	7.14	7.00	6.86	6.72
--------	------	------	------	------

注：假设中国锆英砂需求全球占比不变。资料来源：《2015-2025年中国锆英砂资源供需形势分析》、“十三五”核工业发展计划》、长城证券研究所

供给方面，ILUKA、TRONOX和RIO TINTO是全球锆英砂的三大龙头公司，锆矿储量全球占比大于67.71%，产量全球占比约为59.41%，一定程度上掌控了锆英砂定价权。

近几年需求低迷及非理性的产能扩张，锆英砂价格持续下滑，逼近锆矿企业的现金成本线，开始倒逼行业减产保价。ILUKA宣布2016年4月起其旗舰矿山JA矿山（满产状态下年产量占全球产量的25%-30%）停产18-24个月，其他两大矿山US Mining和Stony Creek MSP矿山在2017年底彻底关闭。2016年ILUKA锆英砂产量为34.7万吨，同比下降10.71%，全球占比为36.8%。2017年ILUKA计划将产能削减7.2万吨至27.5万吨，减产幅度达20.75%。预计2017年全球锆英砂供给量为122.87万吨，实际上，锆英砂生产企业在2014年就已经开始逐步减产，但由于库存量过大，锆英砂价格并未上涨。预计2017年锆英砂库存量将重回合理区间，库存压力得到缓解。2016年，TRONOX锆英砂产量增加了3.02%，销量增加了17%，库存度下滑较多，预计2017年ILUKA锆英砂库存量将降至约14.8吨，同比将下降30.19%。

图4 2014年2月至2017年4月中国主要港口锆英砂库存状况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

在产量、库存均下降情况下，锆英砂价格开启上涨趋势。2016年5月、2016年12月，ILUKA分别上调锆英砂价格60美元/吨和50美元/吨，分别比涨价前涨幅6.32%和4.95%，另两大巨头RIO TINTO及TRONOX也宣布2017一季度产品价格上调50美元/吨。

国内锆英砂进口价格及国产锆英砂价格也随之上涨，并向下游传导，2016年10月、2017年2月，东方锆业氯化锆累计上调1,500元/吨，二氧化锆累计上涨4,000元/吨，复合氧化

锆上涨4,000元/吨。2017年4月，东方锆业上调氯化锆和二氧化锆价格10%-15%，2017年5月，在上次提价的基础上上调硅酸锆、电熔氧化锆、二氧化锆、氯化锆、复合氧化锆及陶瓷结构件5%-10%。

总之，随着锆英砂减产、库存下降及下游需求逐步增长，锆英砂长期有望达到供需平衡，短期内涨价趋势有望持续。

四、经营与竞争

2016年，公司实现营业收入13.71亿元，同比增长24.86%，主要体现为贸易业务收入大幅增长。受稀土行业持续低迷影响，稀土冶炼分离业务收入同比减少51.67%；贸易业务是公司收入的重要组成部分，受市场预期及稀土国储政策波动影响，2016年贸易业务收入规模较上年大幅增长125.12%，但处于亏损状态。在以上因素影响下，2016年公司综合毛利率为4.59%，较上年下降9.74个百分点，盈利能力明显下滑。

2017年2月，公司完成收购文盛新材等三家子公司，新增锆钛加工业务收入，同时稀土金属业务收入规模也大幅上升，2017年1-3月公司实现营业收入9.33亿元，综合毛利率为13.32%，利润水平较2016年有所回升。

表5 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目名称	2017年1-3月		2016年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
稀土冶炼分离	44,190.95	11.52%	27,156.37	12.11%	56,189.07	21.98%
其中：稀土氧化物	3,143.28	22.62%	26,562.97	12.09%	52,051.02	20.07%
稀土盐类	122.33	25.13%	593.40	13.09%	379.56	7.75%
稀土金属	40,925.34	10.63%	0.00	-	3,758.49	30.41%
稀土深加工（催化剂及分子筛）	2,556.94	20.37%	14,010.96	29.47%	10,722.74	31.64%
锆钛加工	26,971.79	18.80%	0.00	-	0.00	-
其中：锆英砂	15,143.40	15.11%	0.00	-	0.00	-
钛精矿	7,593.02	11.42%	0.00	-	0.00	-
金红石	2,228.62	5.27%	0.00	-	0.00	-
独居石	2,006.75	89.59%	0.00	-	0.00	-
贸易业务	16,862.22	4.49%	95,886.35	-0.34%	42,594.24	4.72%
其他业务	2,749.17	36.02%	59.67	-1,344.87%	309.38	97.57%
合计	93,331.06	13.32%	137,113.35	4.59%	109,815.43	14.33%

注：1、根据公司说明，2015年全年稀土盐类收入为379.56万元，毛利率为7.75%。

2、2016年其他业务毛利率出现较大波动系公司将弥补托管企业汉鑫矿业未实现利润的金额计入到其他业务成本所致。

资料来源：公司提供

受稀土行业持续低迷影响，2016年公司稀土冶炼分离业务业绩进一步下滑，经营压力加重；汉鑫矿业的托管协议于2017年9月到期，后续公司原材料的保障存在一定的不确定性

公司稀土冶炼分离业务由乐山盛和稀土股份有限公司（以下简称“乐山盛和”）负责经营，主要产品为氧化镨钕等稀土氧化物、稀土盐类。公司无自有的上游稀土矿产资源，原料及辅料均向外部采购，其稀土精矿采购以四川省内为主，2016年公司稀土精矿原材料全部从汉鑫矿业采购。

2012年12月，乐山盛和与汉鑫矿业及其股东汉龙集团、地矿公司签署《资产托管协议》，协议约定将汉鑫矿业拥有和实际控制的托管资产全部委托给乐山盛和经营管理，托管期限自2012年10月1日至2017年9月30日。根据托管协议，托管期限内，乐山盛和保证汉鑫矿业留存净利润合计10,000万元，用于其股东的净利润分配。其中，2012年10月1日至12月31日留存净利润400万元；2013年、2014年留存净利润均为1,600万元；2015年留存净利润2,000万元；2016年留存净利润2,400万元；2017年1月1日至9月30日留存净利润2,000万元。在扣除各项税费并按该协议约定将净利润留给汉鑫矿业后，剩余净利润由乐山盛和享有。2016年，汉鑫矿业实现净利润不足留存固定净利润2,400万元，乐山盛和弥补汉鑫矿业117.08万元，并计入其他业务成本中。

近年公司向汉鑫矿业采购的稀土精矿原材料占比很大，受托对其经营管理可为公司的原料供应提供一定保障。值得关注的是，托管协议2017年9月结束后，公司可否继续获得汉鑫矿业经营管理权存在不确定性，若不能继续获得其经营管理权，可能对公司冶炼分离业务产生一定的不利影响。

表 6 2015-2016 年公司稀土精矿采购情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
稀土精矿	14,533.94	13,882.02
其中：向汉鑫矿业采购金额	14,533.94	12,814.68

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年，乐山盛和共获得冶炼分离产品产量指标4,425吨（折REO），与上年保持一致。受稀土行业持续低迷影响，2016年公司稀土氧化物的产销量均有所下滑，实现稀土冶炼分离业务实现收入2.72亿元，同比减少49.31%。

表 7 2015-2016 年公司稀土冶炼分离产品产销情况（单位：吨）

产品	2016 年			2015 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
稀土氧化物	5,207.33	5,048.39	96.97%	6,320.66	7,345.46	116.21%
稀土盐类	2,718.08	1,913.32	70.39%	2,590.71	3,053.62	117.87%

稀土金属	0.00	0.00	-	98.39	188.00	191.08%
合计	7,925.41	6,962.71	-	9,009.76	10,587.08	-

注：上述产量与销量指产品的实际重量，非折合稀土氧化物元素的重量。

资料来源：公司提供

表 8 公司自产稀土冶炼分离主要产品销售情况：（单位：吨、万元、万元/吨）

产品	2016 年			2015 年		
	销量	收入	均价	销量	收入	均价
氧化镨钕	840.00	18,370.09	21.87	1,275.00	29,125.64	22.84
氟氧化镧铈	1,100.68	1,004.68	0.91	1,982.64	3,016.14	1.52
氧化镧	782.03	800.06	1.02	1,477.06	1,837.54	1.24
少钕氧化稀土	502.80	884.90	1.76	359.50	833.15	2.32
氟化稀土	201.55	365.53	1.81	227.08	469.20	2.07
合计	3,427.06	21,425.26	-	5,321.28	35,281.67	-

资料来源：公司提供

2015年公司稀土金属收入系根据客户的需求，委托其他公司加工再向客户销售获得，2016年客户无此需求，未产生收入。2017年1-3月，公司稀土金属实现销量1,235.71吨，实现收入40,925.34万元，其中包括科百瑞6,646.91万元及晨光稀土34,278.42万元。

表9 2017年1-3月公司稀土金属产销及收入情况（单位：吨、万元/吨、万元）

产品	产量	销量	价格	销售收入
稀土金属	1,504.55	1,235.71	33.12	40,925.34

资料来源：公司提供

2016年公司稀土深加工产品产销量均有所上升，盈利水平相对稳定

公司的稀土深加工业务由子公司四川润和催化新材料股份有限公司（以下简称“四川润和”）负责经营，主要产品为高效催化剂和分子筛。稀土高效催化剂及分子筛属于稀土新材料领域，分子筛是稀土高效催化剂的重要组成部分，高效稀土催化剂主要用于作为炼油行业、石油化工行业、精细化工行业以及环保行业（汽车尾气催化剂、烟气脱硝催化剂等）的催化剂，具有较广泛的应用领域。稀土催化剂的全球生产量和使用量每年在110多万吨，消耗轻稀土4万多吨。目前国内主要生产企业有3家，除了四川润和，其余两家为中国石化催化剂有限公司、中国石油兰州催化剂公司。公司催化剂及分子筛产品目前仍处于营销推广阶段，生产和销售规模与国内2家企业相比均较小，销售客户主要系国内地方炼油企业，部分出口亚太、中东、欧洲等国家。

2016年，公司催化剂及分子筛的产销量分别为13,878.41吨和8,410.36吨，同比分别增长16.67%、20.72%，实现收入1.40亿元，较上年增长30.67%。考虑到下游需求增长尚不明朗以及市场竞争因素影响，2016年公司总投资规模为4.7亿元的五万吨稀土催化剂技改项目并未启动，目前仍处于暂缓状态，未来能否实现预期收益存在较大的不确定性。

表 10 2015-2016 年公司稀土深加工产品产销情况（单位：吨）

项目名称	2016 年			2015 年		
	年产能	产量	销量	年产能	产量	销量
催化剂及分子筛	30,000	13,878.41	8,410.36	30,000	11,895.67	6,966.99

资料来源：公司提供

受市场预期及稀土国储政策波动影响，2016年公司贸易业务规模明显扩大，但处于亏损状态，营运压力加重

公司的稀土产品贸易业务由子公司德昌盛和新材料科技有限公司（以下简称“德昌盛和”）具体负责。公司利用闲置的营运资金开展稀土产品贸易业务。德昌盛和根据自身对市场状况及价格走势的判断，在价格相对低迷时向外购入稀土产品，在价格上涨时卖出赚取价差，贸易周期一般在1-6个月，贸易产品种类主要包括氧化镨钕、氧化镱等，销售客户主要系六大稀土集团。由于2015年稀土国储指标一直未实施，出于市场预期判断，公司在2015-2016年上半年采购了较大规模的稀土氧化物产品。在2016年6月稀土国储会议上，9个稀土国储品种全部流标，导致主要稀土氧化物市场价格均有所回落。为了回笼资金，缓解营运资金压力，公司采取低价出售部分产品，使得贸易量增长显著。其中，氧化镨钕作为稀土国储的主要品种，流通性较好，市场交易量较大。此外，由于下游需求增长显著，镨钕金属市场交易量表现较活跃，为扩大贸易客户资源及销售渠道，公司镨钕金属的贸易量明显扩大。在上述因素综合影响下，2016年公司实现贸易业务收入9.59亿元，同比增长125.12%，但处于亏损状态，营运压力加重。

总体而言，公司充分发挥自身在稀土产业链的优势，利用闲置的营运资金发展贸易业务，近年收入规模有所扩大；但其收入规模受可用的营运资金量及公司对稀土市场的预期等因素影响，可能存在波动性。此外，2016年末公司贸易产品在存货余额中占比较大，将面临一定的存货跌价风险。

表 11 2015-2016 年公司贸易业务主要产品情况（单位：吨、万元/吨）

产品种类	2016 年			2015 年		
	贸易量	采购均价	销售均价	贸易量	采购均价	销售均价
氧化镨钕	1,902.00	22.15	21.96	106.00	23.15	23.52
氧化镨	23.00	383.90	382.20	8.00	457.13	450.85
氧化镱	254.43	109.40	108.19	198.00	128.49	132.26
镨钕金属	267.00	28.59	27.60	18.19	33.77	33.76

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年，公司贸易收入的客户集中度明显提升，前五大贸易客户收入占比由上年的26.90%上升至45.47%；对大客户的依赖度较高，存在一定客户集中度风险。

表 12 2015-2016 年公司贸易业务前五大客户销售情况（单位：万元）

年份	客户名称	贸易收入	占营业收入比重
2016年	第一名	43,098.29	31.43%
	第二名	5,822.39	4.25%
	第三名	4,630.77	3.38%
	第四名	4,598.29	3.35%
	第五名	4,189.74	3.06%
	合计	62,339.49	45.47%
2015年	第一名	14,653.85	13.34%
	第二名	5,656.42	5.15%
	第三名	4,230.77	3.85%
	第四名	2,585.47	2.35%
	第五名	2,410.26	2.19%
	合计	29,536.76	26.90%

资料来源：公司提供

2017年2月，公司完成对文盛新材、晨光稀土及科百瑞家的收购，稀土产业链有所扩大，产品进一步丰富；但此次交易金额较大，若后续盈利未达预期，存在一定的资产减值风险；且新增锆钛加工业务与目前业务相关度不高，后续发展情况有待观察

2017年2月，公司通过向海南文盛投资有限公司（以下简称“文盛投资”）等9名机构及王丽荣等14名自然人发行17,940.64万股股份购买其合计持有的文盛新材100.00%股权，交易价格为153,121.62万元，该交易已于2017年2月完成过户。同时，公司向湖南博荣资本管理有限公司（以下简称“博荣资本”）等6名对象非公开发行股份募集配套资金66,555.15万元，该交易已于2017年3月完成。

截至2015年9月30日，文盛新材经审计的净资产账面价值为60,733.76万元（评估基准日为2016年8月30日），全部股权评估值为153,121.62万元，评估增值率为152.12%，形成商誉价值46,325.13万元。

表 13 2014-2016 年文盛新材主要财务数据（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
资产总额	175,585.60	160,626.47	158,078.52
资产负债率	42.20%	45.16%	66.75%
营业收入	11,2694.72	130,498.71	152,491.51
利润总额	14,991.27	7,566.72	2,486.97
净利润	13,396.22	5,527.44	-948.82

资料来源：文盛新材2014-2016年审计报告

根据公司文盛投资、海南文武贝投资有限公司（以下简称“文武贝投资”）签订的《业绩补偿协议》及其补充协议，文盛投资、文武贝投资承诺晨光稀土2016年度净利润不低于10,900.00万元、2016年和2017年度净利润累计不低于24,600.00万元，2016年、2017年和2018

年净利润累计不低于41,500.00万元，以上净利润为经审计的扣除非经常性损益的净利润。公司聘请瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）就上述事项出具了《关于盛和资源控股股份有限公司重大资产重组业绩承诺实现情况的专项审核报告》（瑞华核字[2017]普字第01570011号）；经审计，2016年度文盛新材实际实现扣除非经常性损益后归属上市公司净利润为13,363.74万元，完成盈利预测的120.60%。公司因收购文盛新材形成商誉46,325.13万元，考虑到近年来文盛新材收入逐年下滑，后续若不能实现预期经济效益，面临一定的资产减值风险。

文盛新材成立于2003年1月，主营业务为锆钛选矿及加工，具备年产75万吨锆英砂、钛精矿和金红石的产能，系全国规模领先的锆英砂供应商，为国内锆英砂、钛精矿及金红石的主要供应商之一。文盛新材生产所需原材料为锆中矿和钛毛矿等，主要来从澳大利亚、加拿大、南非等地区进口。除主要产品外，文盛新材选矿过程中产生的副产品独居石也是重要的稀土原材料。受市场供需失衡影响，近三年文盛新材的锆英砂产品产销量及售价持续回落。2014-2016年，文盛新材分别实现收入15.25亿元、13.05亿元和11.27亿元，其中锆英砂收入占比分别为74.56%、66.44%和60.72%，是其主要收入来源。文盛新材客户包括广东东方锆业科技股份有限公司及天津金桥焊材集团有限公司等下游行业主要生产厂商，客户群体基本囊括了国内大多数的化学锆企业。

表 14 2014-2016 年文盛新材主要产品产能、产量情况（单位：吨、万元）

年份	产品	产能	产量	产能利用率
2016 年	锆英砂	750,000	129,292.17	35.53%
	钛精矿		98,931.96	
	金红石		38,231.93	
2015 年	锆英砂	750,000	153,136.64	34.66%
	钛精矿		63,965.71	
	金红石		42,852.65	
2014 年	锆英砂	750,000	181,524.09	39.84%
	钛精矿		92,872.99	
	金红石		24,439.03	

注：以上产量未包含购进后直接出售的部分。

资料来源：公司提供

表 15 2014-2016 年文盛新材主要产品销售情况

年份	项目	锆英砂	钛精矿	金红石	其他
2016 年	销售量（吨）	128,561.68	134,989.95	26,609.85	56,223.65
	销售金额（万元）	68,426.82	10,917.28	8,165.08	25,149.05
	单价（万元/吨）	0.53	0.08	0.30	0.45
2015 年	销售量（吨）	154,169.29	140,851.93	55,433.64	20,753.51
	销售金额（万元）	86,701.97	13,920.08	15,934.70	13,941.95
	单价（万元/吨）	0.56	0.10	0.29	0.67
2014 年	销售量（吨）	197,519.32	247,375.33	23,646.71	9,576.26

销售金额（万元）	113,704.60	23,854.85	9,172.76	5,759.30
单价（万元/吨）	0.58	0.10	0.39	0.60

注：以上销售包含购进后直接出售的部分。

资料来源：文盛新材2014-2016年审计报告

2017年1-3月，公司锆钛加工业务收入全部来自于文盛新材，实现收入2.70亿元。

表 16 2017年1-3月公司锆钛加工主要产品销售情况（单位：吨、吨/万元、万元）

项目	锆英砂	钛精矿	金红石	独居石
产量	16,144.20	8,549.00	4,858.96	1,000.00
销售量	24,970.09	51,178.62	5,137.53	1,060.41
单价	0.61	0.15	0.43	1.89
销售金额	15,143.40	7,593.02	2,228.62	2,006.75

资料来源：公司提供

2017年2月，公司向赣州红石矿业创业投资中心（有限合伙）（以下简称“红石创投”）等6名机构及自然人黄平发行股份购买晨光稀土100.00%股权，交易价格为13.29亿元，其中通过发行13,508.47万股股份购买黄平和红石创投等5名机构合计持有的晨光稀土86.76%股权，通过支付现金1.76亿元购买江西晨光投资有限公司（以下简称“晨光投资”）持有的晨光稀土13.24%股权，该交易已于2017年2月完成过户。

截至2015年9月30日，晨光稀土经审计的合并报表归属于母公司股东权益的账面价值为83,805.74万元（评估基准日为2016年8月30日），晨光稀土全部股权评估值为132,890.85万元，评估增值率为58.57%，形成商誉价值17,437.01万元。

表 17 2015-2016年晨光稀土主要财务数据（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
资产总额	193,008.19	206,930.09	253,251.78
资产负债率	44.60%	53.47%	50.42%
营业收入	269,655.30	203,135.81	199,115.94
利润总额	13,226.27	6,693.84	-2,576.86
净利润	11,341.36	5,823.19	-2,687.48

资料来源：晨光稀土2014-2016年审计报告

根据《业绩承诺及补偿协议》，黄平承诺晨光稀土2016年度净利润不低于9,900.00万元、2016年和2017年度净利润累计不低于22,600.00万元，2016年、2017年和2018年净利润累计不低于38,200.00万元，以上净利润为扣除非经常性损益的净利润。公司聘请瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）就上述事项出具了《关于盛和资源控股股份有限公司重大资产重组业绩承诺实现情况的专项审核报告》（瑞华核字[2017]普字第01570012号）；经审计，2016年度晨光稀土实际实现扣除非经常性损益后归属上市母公司净利润为11,026.95万元，完成盈利预测的111.38%。若后续晨光稀土经营出现不利变化，公司则面临一定的减值风险。

晨光稀土成立于2003年11月，主要专注于稀土氧化物的分离和稀土金属的冶炼加工，

主要产品包括稀土氧化物和稀土金属，拥有年产3,000吨稀土氧化物、年产8,000吨的稀土金属、年处理5,000吨钕铁硼废料和1,000吨荧光粉废料生产能力。晨光稀土产品的主要原材料是稀土原矿、氧化物和钕铁硼废料，稀土氧化物产品主要供给下游的金属厂商和贸易企业，稀土金属产品主要供给江西金力永磁科技有限公司、烟台首钢磁性材料股份有限公司等下游磁材客户。近年随着产能的提升，晨光稀土的稀土金属的产销量增长明显。204-2016年晨光稀土实现营业收入19.91亿元、20.31亿元和26.97亿元，其中稀土金属收入占比分别为64.37%、61.67%和62.74%，是其主要收入来源。

表 18 2014-2016 年晨光稀土主要产品情况（单位：吨、万元/吨）

年份	产品	产能	产量			产能利用率
			自产	代加工	合计	
2016 年	稀土氧化物	4,500	2,712.50	3,536.68	6,249.18	138.87%
	稀土金属	8,000	5,464.47	472.19	5,936.66	74.21%
2015 年	稀土氧化物	4,500	4,758.76	783.44	5,542.20	123.16%
	稀土金属	3,500	4,057.14	669.08	4,726.22	135.03%
2014 年	稀土氧化物	4,500	3,408.12	1,421.98	4,830.10	107.34%
	稀土金属	3,500	4,133.33	812.21	4,945.54	141.30%

注：晨光稀土的稀土氧化物产能为4,500吨/年，包括全南新资源的分离产能3,000吨/年和步莱铽回收产能1,500吨/年；稀土金属为晨光稀土本部冶炼产能3,500吨/年；2016年1月22日，晨光稀土通过江西省环保厅8,000吨改扩建竣工环保验收，目前晨光稀土稀土金属产能提高至8,000吨。

资料来源：公司提供

表19 2014-2016年晨光稀土主要产品销售情况（单位：吨、吨/万元、万元）

年份	产品	销量	价格	销售收入
2016 年	稀土氧化物	2,341.67	19.25	45,070.18
	稀土金属	5,357.04	31.58	169,180.24
	合计			214,250.42
2015 年	稀土氧化物	1,979.27	19.98	39,553.36
	稀土金属	3,953.61	31.69	125,276.61
	合计			164,829.97
2014 年	稀土氧化物	1,807.43	24.97	45,134.60
	稀土金属	3,589.62	35.71	128,169.63
	合计			173,304.23

资料来源：公司提供

2017年2月，公司向王晓晖等3名自然人发行股份及支付现金买其合计持有科百瑞71.43%股权，交易价格为18,961.61万元；其中通过发行1,661.80万股股份购买王晓晖、王金镛合计持有的科百瑞53.43%股权，通过支付现金4,778.33万元购买罗应春持有的科百瑞18.00%股权，该交易已于2017年2月完成过户。

截至2015年9月30日，科百瑞经审计的净资产账面价值为4,848.65万元（评估基准日为2016年8月30日），科百瑞全部股权评估值为26,546.25万元，评估增值率为447.50%，形成商誉价值13,930.80万元。

表 20 2014-2016 年科百瑞主要财务数据（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
资产总额	23,579.10	16,829.02	6,440.02
资产负债率	65.86%	65.99%	31.51%
营业收入	43,506.35	25,656.07	16,123.59
利润总额	3,108.44	1,721.91	876.14
净利润	2,325.24	1,210.80	654.73

资料来源：科百瑞2014-2016年审计报告

根据公司与王晓晖签订的《业绩补偿协议》及其补充协议，王晓晖承诺，科百瑞2016年度扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润不低于人民币2,230.00万元，2016年和2017年度净利润累计不低于人民币5,610.00万元，2016年、2017年和2018年度净利润累计不低于人民币9,220.00万元。公司聘请瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）就上述事项出具了《关于盛和资源控股股份有限公司重大资产重组业绩承诺实现情况的专项审核报告》（瑞华核字[2017]普字第01570013号）；经审计，2016年度科百瑞实际实现扣除非经常性损益后归属上市母公司净利润为2,321.55万元，完成盈利预测的104.11%。若后续科百瑞经营出现不利变化，公司则面临一定的减值风险。

科百瑞成立于2004年6月，主营业务为稀土金属的冶炼，即利用稀土氧化物生产稀土金属，设计产能3,000吨/年，包括两种模式：一是从稀土冶炼分离企业或稀土贸易企业购进稀土氧化物，生产稀土金属并对外销售；二是提供受托加工服务，由委托方提供稀土氧化物，科百瑞将其加工为稀土金属，并收取加工费。科百瑞生产所需主要原材料为氧化镨钕，其次为氟化镨钕。2014-2016年科百瑞分别实现收入1.61亿元、2.57亿元和4.35亿元，其中稀土金属收入占比分别为76.42%、96.10%和98.53%，是主要收入来源。科百瑞稀土金属产品主要供给宁波首鑫稀土材料有限公司、宁波科宁达工业有限公司等下游磁材客户和稀土贸易企业。

表 21 2014-2016 年科百瑞主要产品情况（单位：吨、万元/吨）

年份	产品	产能	产量			产能利用率
			自产	代加工	合计	
2016 年	稀土金属	3,000	1,402.80	165.20	1,568.00	52.27%
2015 年	稀土金属	3,000	770.27	154.31	924.58	30.82%
2014 年	稀土金属	3,000	247.09	285.00	532.09	17.74%

资料来源：公司提供

表 22 2014-2016 年科百瑞自产主要产品销售情况（单位：吨、吨/万元、万元）

年份	产品	销量	价格	销售收入
2016 年	稀土金属	1,492.00	28.73	42,866.00
2015 年	稀土金属	853.31	28.90	24,656.46
2014 年	稀土金属	368.96	33.40	12,322.57

资料来源：公司提供

根据业绩承诺，未来三年文盛新材、晨光稀土及科百瑞三家子公司合计的累积净利润不低于2.30亿元、2.97亿元和3.61亿元，短期内被投资企业收入及利润情况相对有保障；公司投资企业涉及部分领域与目前业务相关度不高，且投资总额较大，在发展过程还存在资源整合及经营策略风险。

表 23 公司重大资产重组三家子公司的业绩承诺（单位：万元）

名称	2016年	2017年	2018年
晨光稀土	9,900	12,700	15,600
科百瑞	2,230	3,380	3,610
文盛新材	10,900	13,700	16,900
合计	23,030	29,780	36,110

资料来源：公司公告

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瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2016年审计报告以及未经审计的2017年一季度报告，公司财务报表均按照新会计准则编制。跟踪期内，公司合并范围变化情况具体见表1。

资产结构与质量

跟踪期内，公司完成对文盛新材等三家子公司的收购，资产规模大幅提升，但资产中存货、商誉及应收账款占比较大，整体资产质量有待提升

2017年2月，公司完成对科百瑞等三家子公司的收购，2017年3月末公司资产规模达86.86亿元，较2016年末大幅增长245.08%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2017年3月末占比为73.79%。

表 24 近年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	125,950.38	14.50%	25,641.85	10.19%	34,623.63	15.09%
应收票据	39,280.68	4.52%	28,432.55	11.30%	53,063.21	23.12%
应收账款	93,952.71	10.82%	16,596.05	6.59%	11,955.06	5.21%
预付款项	87,547.62	10.08%	16,767.96	6.66%	16,078.49	7.01%
存货	262,052.85	30.17%	77,330.73	30.72%	57,404.93	25.02%
流动资产合计	640,957.57	73.79%	185,252.95	73.60%	183,390.75	79.92%

可供出售金融资产	20,198.00	2.33%	11,347.26	4.51%	2,000.00	0.87%
固定资产	55,710.25	6.41%	23,062.72	9.16%	18,304.04	7.98%
无形资产	39,772.43	4.58%	11,607.16	4.61%	12,421.77	5.41%
商誉	77,786.45	8.96%	0.00	-	0.00	-
非流动资产合计	227,662.39	26.21%	66,461.86	26.40%	46,075.09	20.08%
资产总计	868,619.96	100.00%	251,714.81	100.00%	229,465.84	100.00%

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年一季度报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货构成。2016年末公司货币资金余额为2.56亿元，主要为银行存款，其他货币资金包括307.50万元的保函保证金和1,448.89万元的银行承兑汇票保证金，均为使用权受限资金。2017年1-3月，公司完成收购文盛新材等三家子公司及收到募集资金，期末货币资金余额上升至12.60亿元。应收票据主要系公司开展贸易业务形成的应收款项，截至2016年末账面价值为2.84亿元，其中83.03%为商业承兑汇票，账期一般在六个月以内。应收账款主要系应收货款，2016年末账面价值为1.66亿元，前五名欠款对象应收账款余额占比为38.12%，欠款对象较分散；其中账龄在一年以上的占比为29.55%，存在一定的回款损失风险。截至2016年末，公司已按账龄分析法计提了1,972.20万元的坏账准备。2017年一季度，公司完成对文盛新材等三家子公司的收购，期末应收账款规模上升至9.40亿元。2016年末预付款项账面价值为1.68亿元，主要系预付汉鑫矿业的稀土精矿采购款。截至2017年3月末，公司预付款项规模大幅上升至8.75亿元，主要是文盛新材等子公司纳入合并范围所致。截至2016年末，公司存货规模达7.73亿元，占总资产的30.72%，其中86.00%为库存商品，库存商品中稀土氧化物产品占比较大。2016年末存货的大幅增长系公司出于市场预期判断，留存的贸易产品增加所致。截至2017年3月末，公司存货规模大幅上升至26.21亿元，主要是文盛新材等子公司纳入合并范围所致。考虑到公司存货中稀土氧化物及锆钛产品占比较高，受市场波动影响，未来可能存在一定的跌价损失风险。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、无形资产和商誉构成。2016年末可供出售金融资产的增加主要系公司向华贵人寿保险股份有限公司投资了5,000万元及乐山盛和购买格陵兰矿物能源有限公司12.5%股份，确认金融资产4,347.26万元所致。固定资产主要系用于生产的机器设备等，2017年3月末规模上升至5.57亿元，主要系公司合并范围扩大所致。2016年末无形资产规模为1.16亿元，主要包括土地资产和专利权，2017年1-3月公司合并范围扩大，使得期末账面价值上升至3.98亿元。截至2017年3月末，商誉价值为7.78亿元，主要系收购文盛新材等三家子公司形成，若后续上述子公司经营出现不利变化，则存在一定的商誉减值风险。

综上所述，跟踪期内，公司完成对文盛新材等三家子公司的收购，资产规模大幅提升，但资产中存货、商誉及应收账款占比较大，整体资产质量有待提升。

资产运营效率

2016年公司资产运营效率有所提升，但仍面临一定的运营压力

2016年公司实现营业收入13.71亿元，同比增长24.86%；同时公司加大了催款力度，收回了前期较大规模的商业承兑汇票，应收款项周转天数较上年缩短65.92天。受市场预期影响，2016年末公司留存的存货规模进一步增长导致存货周转天数有所延长。贸易业务占用营运资金规模较大，公司仍面临一定的运营压力。

表 25 2015-2016 年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
应收款项周转天数	144.47	210.39
存货周转天数	185.38	183.02
应付款项周转天数	18.31	29.91
净营业周期	311.54	363.50
固定资产周转天数	54.31	55.66
总资产周转天数	631.69	677.90

注：应收款项考虑了应收票据。

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

盈利能力

2016年，公司贸易规模的大幅提升带动营业收入规模增长，受稀土行业持续低迷影响，公司营业利润出现亏损；但在被并购企业经营业绩的带动下，2017年一季度已扭亏为盈

受贸易规模的大幅提升，2016年公司实现营业收入13.71亿元，同比增长24.86%。从毛利率水平来看，因稀土行业持续低迷影响，稀土冶炼与分离业务盈利水平进一步下滑；受市场预期判断及稀土国储波动影响，贸易交易规模明显扩大，受价格波动影响，贸易业务出现亏损。在上述因素影响下，2016年公司综合毛利率较上年减少9.74个百分点，营业利润出现亏损，盈利能力恶化。

2016年资产减值损失系公司计提的应收账款坏账损失和存货跌价损失，进一步降低了利润水平；2017年1-3月的资产减值损失为负系公司根据产品价格上升，计提的存货损失准备减少所致；但受市场波动影响，未来不排除存在资产损失的可能。2016年公司实现营业外收入6,314.94万元，主要系收购越南稀土有限公司投资成本小于取得投资时应享有的可辨认净资产公允价值产生的收益，未来可持续性存在不确定性。

2017年2月公司完成对科百瑞等三家子公司的收购，2017年1-3月公司实现营业收入93,331.06万元，营业利润为4,630.30万元，综合毛利率为13.32%，利润水平较2016年有所回升。

整体来看，2016年，公司贸易规模的大幅提升带动营业收入规模有所增长，受稀土行业持续低迷影响，营业利润出现亏损；但在被并购企业经营业绩的带动下，2017年一季度已扭亏为盈。

表 26 近年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
营业收入	93,331.06	137,113.35	109,815.43
资产减值损失	-1,624.51	3,598.88	2,209.52
营业利润	4,630.30	-10,273.57	3,505.53
营业外收入	224.11	6,314.94	321.92
利润总额	4,521.55	-3,987.16	3,684.73
净利润	2,998.29	-3,132.70	1,851.87
综合毛利率	13.32%	4.59%	14.33%
期间费用率	9.12%	9.68%	8.56%
总资产回报率	-	0.00	2.96%
净资产收益率	-	-2.24%	1.37%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动及投资活动产生的现金均继续呈净流出状态，运营压力较大，2017年2月公司通过非公开发行股份募集资金，在一定程度上缓解了资金压力

从公司现金生成能力来看，受稀土行业持续低迷影响，2016年公司净利润出现亏损，公司FFO大幅减少，现金生成能力明显弱化；同时，由于公司年末留存的库存商品规模进一步扩大，营运资金的占用较大，导致经营活动现金继续呈净流出状态；同时，公司投资华贵人寿保险股份有限公司及购买格陵兰矿物能源有限公司12.5%股份等，支出规模较大，导致投资活动现金流也呈净流出状态，资金链较为紧张。

2016年公司取得借款收到的现金使筹资活动现金净流入18,651.18万元，2017年2月公司非公开发行股份募集配套资金6.66亿元，在一定程度上缓解了公司资金压力。

表 27 2015-2016 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年
净利润	-3,132.70	1,851.87
非付现费用	6,793.28	4,547.67
非经营损益	1,013.60	2,018.89

FFO	4,674.18	8,418.43
营运资本变化	-11,046.89	-34,812.64
其中：存货减少（减：增加）	-21,817.90	-20,024.22
经营性应收项目的减少（减：增加）	2,161.26	20,110.09
经营性应付项目增加（减：减少）	8,609.75	-34,898.51
经营活动产生的现金流量净额	-10,661.56	-26,395.41
投资活动产生的现金流量净额	-15,909.89	-8,672.14
筹资活动产生的现金流量净额	18,651.18	40,081.54
现金及现金等价物净增加额	-7,820.15	5,085.13
收现比	1.18	1.05

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2017年2月，公司完成对文盛新材等三家子公司的收购，自有资本实力明显增强；同期有息债务规模大幅攀升，将面临较大的偿债压力

2017年一季度，公司非公开发行股份共计40,908.91万股，其中非公开发行33,110.91万股股份及支付现金2.24亿元购买晨光稀土100.00%股权、科百瑞71.43%股权以及文盛新材100.00%股权，另外非公开发行股票7,798万股、募集配套资金66,555.15万元，使得公司自有资本实力明显提升。截至2017年3月末，公司所有者权益规模为49.74亿元，是2015年末的3.54倍，同期负债规模也增长较快，2017年3月末负债与所有者权益比率为74.63%。

表 28 近年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	371,200.21	112,322.60	88,836.34
所有者权益	497,419.74	139,392.21	140,629.50
产权比率	74.63%	80.58%	63.17%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据和应付账款构成。2016年末短期借款主要系保证借款，2017年1-3月公司合并范围的额扩大导致期末余额增长明显。应付票据系用于支付原材料、半成品等采购价款的未到期银行票据。非流动负债主要包括长期借款和应付债券。长期借款主要系保证借款，截至2017年3月末余额为4.96亿元。应付债券系本期债券。

表 29 近年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	105,627.22	28.46%	33,390.00	29.73%	24,000.00	27.02%
应付票据	25,258.29	6.80%	3,619.37	3.22%	5,526.62	6.22%
应付账款	48,878.81	13.17%	6,994.84	6.23%	6,315.50	7.11%

流动负债合计	262,672.56	70.76%	52,807.61	47.01%	41,018.89	46.17%
长期借款	49,590.00	13.36%	11,000.00	9.79%	0.00	-
应付债券	44,490.24	11.99%	44,457.63	39.58%	44,326.16	49.90%
非流动负债合计	108,527.66	29.24%	59,514.99	52.99%	47,817.45	53.83%
负债合计	371,200.21	100.00%	112,322.60	100.00%	88,836.34	100.00%
其中：有息债务	225,585.75	60.77%	93,467.00	83.21%	73,852.78	83.13%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告，鹏元整理

截至2017年3月末，公司有息债务规模达22.56亿元，较2015年末增长205.45%，占负债总额的60.77%，且未来三年集中偿付16.34亿元，考虑到公司经营活动现金流表现较差且运营压力较大，未来偿债压力加大。

表30 截至2017年3月末公司有息债务本息偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年及以后
本息偿还计划	99,500	43,800	20,100	62,186

资料来源：公司提供

2017年2月公司定增购买资产后，债务结构发生变化，流动负债占比上升，流动比率及速动比率均有所下滑，存在一定的短期偿债压力。2016年公司营业利润亏损，导致EBITDA下滑明显，EBITDA利息保障倍数降至0.80，经营活动产生的现金对利息的保障作用明显减弱。

表31 近年公司主要偿债能力指标

项目	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	42.73%	44.62%	38.71%
流动比率	2.44	3.51	4.47
速动比率	1.44	2.04	3.07
EBITDA（万元）	-	3,187.66	8,468.24
EBITDA 利息保障倍数	-	0.80	3.23

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告，鹏元整理

六、或有事项分析

一、2015年6月，公司收到山西省乡宁县人民法院送达的《应诉通知书》，乡宁县水利局以建设工程合同纠纷为由，向乡宁县人民法院提起诉讼，要求解除与太工天成（公司2012年完成重大资产重组前名称）签订的协议书、返还工程款196,056.00元及支付违约金213,701.04元。在诉讼过程中，原告乡宁县水利局申请将山西焦炭集团追加为共同被告并获得法院准许。根据乡宁县人民法院于2015年11月30日作出的《民事判决书》，一审判决公司应当向原告乡宁县水利局支付合计196,056.00元及自2015年5月22日至款项结清之日止的利息（利息按照合同约定每天罚金率为逾期部分总额及196,056.00元的0.2%计算）。公司已在上诉期限内依法向临汾市中级人民法院提起上诉，截至2016年末，公司尚未收到

二审判决。鉴于本案为公司重组前太工天成的历史遗留问题且涉及金额不大，对公司的正常生产经营影响较小。

二、共管账户内资金被法院强制划扣的情况

因山西焦炭集团自身债务原因，山西焦炭集团及公司共管账户内的52,960,525.00元资金被杭州市下城区人民法院根据生效判决杭州市中级人民法院《民事判决书》划扣，214,868.39元被太原市万柏林区人民法院根据已生效的太原市万柏林区人民法院《民事调解书》划扣。截至2016年12月31日，共管账户资金余额为952.52万元。

根据公司2012年完成重大资产重组中的《资产出售协议》、《账户管理协议》的相关安排，即使公司需要依据相关生效判决履行支付义务，相关支出也应从《账户管理协议》项下的共管资金拨付，如共管资金不足，则应由山西焦炭集团另行向公司进行全额补偿。

七、评级结论

跟踪期内，公司在四川省内具有一定的生产技术优势及稀土冶炼分离生产指标，通过非公开股份购买资产及募集资金，自有资本实力显著增强，同时业务范围进一步扩大，产品趋于多元化，抗风险能力有所增强；同时我们也关注到，受稀土行业整体低迷影响，2016年公司营业利润出现亏损，盈利能力显著下滑，存货及应收账款规模大，占用较多资金，且存在一定的资产损失风险，有息负债规模较大，存在较大债务压力，托管协议到期后，公司稀土原材料保障存在不确定性及被并购子公司后续经营稳定性存在不确定性等风险因素。

基于以上分析，经鹏元综合评定，将本期债券信用等级维持为AA，主体长期信用等级维持为AA，评级展望调整为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	125,950.38	25,641.85	34,623.63	28,692.25
交易性金融资产	754.46	754.14	217.36	3.83
应收票据	39,280.68	28,432.55	53,063.21	45,714.82
应收账款	93,952.71	16,596.05	11,955.06	17,621.97
预付款项	87,547.62	16,767.96	16,078.49	10,971.50
其他应收款	14,029.98	11,338.07	4,226.08	7,842.53
存货	262,052.85	77,330.73	57,404.93	38,248.87
其他流动资产	17,388.89	8,391.59	5,822.00	2,506.10
流动资产合计	640,957.57	185,252.95	183,390.75	151,601.86
可供出售金融资产	20,198.00	11,347.26	2,000.00	0.00
长期股权投资	11,457.11	16,606.70	9,171.31	7,083.09
固定资产	55,710.25	23,062.72	18,304.04	15,653.06
在建工程	2,047.55	1,380.72	2,916.71	2,537.76
工程物资	34.34	0.00	0.00	0.00
无形资产	39,772.43	11,607.16	12,421.77	6,529.58
开发支出	93.10	25.89	0.00	0.00
商誉	77,786.45	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	391.48	158.85	194.71	24.11
递延所得税资产	9,074.65	2,186.05	929.05	678.97
其他非流动资产	11,097.04	86.50	137.50	0.00
非流动资产合计	227,662.39	66,461.86	46,075.09	32,506.58
资产总计	868,619.96	251,714.81	229,465.84	184,108.44
短期借款	105,627.22	33,390.00	24,000.00	26,950.00
应付票据	25,258.29	3,619.37	5,526.62	5,655.75
应付账款	48,878.81	6,994.84	6,315.50	9,317.41
预收款项	13,804.20	171.48	5.28	1,600.40
应付职工薪酬	1,891.88	1,594.92	916.50	821.14
应交税费	20,141.33	1,878.29	1,766.77	3,066.22
应付利息	1,599.18	925.51	895.80	55.04
应付股利	5,362.47	1,539.97	1,539.97	1,577.43
其他应付款	39,487.02	1,693.23	52.46	76.56
一年内到期的非流动负债	620.00	1,000.00	0.00	1,000.00
其他流动负债	2.16	0.00	0.00	0.00

流动负债合计	262,672.56	52,807.61	41,018.89	50,119.95
长期借款	49,590.00	11,000.00	0.00	690.00
应付债券	44,490.24	44,457.63	44,326.16	0.00
预计负债	2,920.55	2,920.55	2,920.55	2,920.55
递延所得税负债	7,322.02	295.22	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	788.03	841.58	570.74	658.49
其他非流动负债	3,416.81	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	108,527.66	59,514.99	47,817.45	4,269.04
负债合计	371,200.21	112,322.60	88,836.34	54,388.99
实收资本(或股本)	135,012.85	94,103.94	94,103.94	37,641.58
资本公积金	251,894.73	-54,547.84	-54,547.84	1,038.09
其它综合收益	6,854.61	2,278.05	413.51	414.36
专项储备	-102.93	10.28	46.97	48.16
盈余公积金	1,411.71	1,411.71	1,411.71	0.00
未分配利润	79,256.63	76,034.88	79,320.11	86,327.28
归属于母公司所有者权益合计	474,327.60	119,291.01	120,748.39	125,469.46
少数股东权益	23,092.14	20,101.21	19,881.11	4,249.99
所有者权益合计	497,419.74	139,392.21	140,629.50	129,719.45
负债和所有者权益总计	868,619.96	251,714.81	229,465.84	184,108.44

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	93,331.06	137,113.35	109,815.43	151,450.07
其中：营业收入	93,331.06	137,113.35	109,815.43	151,450.07
二、营业总成本	88,674.41	147,949.47	106,385.11	128,593.69
其中：营业成本	80,902.18	130,822.14	94,074.39	117,408.11
税金及附加	886.48	261.18	701.58	1,703.94
销售费用	1,293.38	1,447.42	1,249.54	1,515.82
管理费用	4,902.49	7,976.80	5,693.21	4,321.10
财务费用	2,314.39	3,843.06	2,456.87	1,449.31
资产减值损失	-1,624.51	3,598.88	2,209.52	2,195.41
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	-19.68	-147.45	14.21	1.54
投资收益（损失以“－”号填列）	-6.68	710.00	61.00	330.05
三、营业利润	4,630.30	-10,273.57	3,505.53	23,187.96
加：营业外收入	224.11	6,314.94	321.92	136.92
减：营业外支出	332.85	28.52	142.71	261.3
其中：非流动资产处置净损失	0.00	14.54	75.79	78.20
四、利润总额	4,521.55	-3,987.16	3,684.73	23,063.58
减：所得税费用	1,523.26	-854.46	1,832.86	3,497.47
五、净利润	2,998.29	-3,132.70	1,851.87	19,566.11

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计 2017 年一季度报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	106,759.94	162,427.52	115,217.18	108,372.10
收到的税费返还	0.00	135.42	35.24	7.79
收到其他与经营活动有关的现金	54,144.98	2,724.92	6,147.93	338.92
经营活动现金流入小计	160,904.92	165,287.86	121,400.35	108,718.82
购买商品、接受劳务支付的现金	124,360.42	160,946.00	126,971.87	102,625.51
支付给职工以及为职工支付的现金	3,601.25	6,368.36	5,927.45	4,084.76
支付的各项税费	2,883.73	1,451.37	7,367.18	8,145.41
支付其他与经营活动有关的现金	48,581.86	7,183.69	7,529.25	4,699.84
经营活动现金流出小计	179,427.26	175,949.42	147,795.76	119,555.53
经营活动产生的现金流量净额	-18,522.34	-10,661.56	-26,395.41	-10,836.71
收回投资收到的现金	0.00	17,981.60	4,293.51	13,387.18
取得投资收益收到的现金	3,397.92	11.96	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	4.97	3,273.00	24.17	2.94
收到其他与投资活动有关的现金	6,698.43	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	10,101.32	21,266.56	4,317.68	13,390.12
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,546.18	4,142.27	4,540.17	5,770.48
投资支付的现金	174.28	31,234.91	8,449.65	17,723.59
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	372.29	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	1,368.00	1,426.98	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	3,088.47	37,176.45	12,989.82	23,494.07
投资活动产生的现金流量净额	7,012.85	-15,909.89	-8,672.14	-10,103.95
吸收投资收到的现金	64,555.15	75.42	9,489.60	0.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	75.42	9,489.60	0.00
取得借款收到的现金	56,260.06	45,390.00	35,000.00	27,640.00
收到其他与筹资活动有关的现金	7,364.77	7,676.43	5,844.35	0.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	44,325.00	0.00
筹资活动现金流入小计	128,179.97	53,141.85	94,658.95	27,640.00
偿还债务支付的现金	17,918.10	24,480.29	39,640.00	4,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,931.42	3,771.15	9,039.93	1,466.89
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	0.00	0.00	37.50	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	894.52	6,239.23	5,897.49	2,071.76
筹资活动现金流出小计	23,744.04	34,490.66	54,577.42	7,538.65

筹资活动产生的现金流量净额	104,435.93	18,651.18	40,081.54	20,101.35
汇率变动对现金的影响	-1.74	100.12	71.14	-23.88
现金及现金等价物净增加额	92,924.70	-7,820.15	5,085.13	-863.19
期初现金及现金等价物余额	22,288.08	31,705.61	26,620.49	27,483.68
期末现金及现金等价物余额	115,212.78	23,885.47	31,705.61	26,620.49

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	-3,132.70	1,851.87	19,566.11
加：资产减值准备	3,598.88	2,209.52	2,195.41
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,565.97	2,186.07	1,554.37
无形资产摊销	550.72	135.2	101.42
长期待摊费用摊销	77.71	16.88	12.38
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-1,439.64	75.79	72.16
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	6.48	-5.81	6.04
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	147.45	-14.21	-1.54
财务费用（收益以“-”号填列）	3,884.05	2,282.38	1,375.75
投资损失（收益以“-”号填列）	-622.96	-69.18	-330.05
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-1,257.00	-250.08	-326.35
递延所得税负债增加	295.22	0.00	0.00
存货的减少（增加以“-”号填列）	-21,817.90	-20,024.22	-11,529.17
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	2,161.26	20,110.09	-52,091.65
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	8,609.75	-34,898.51	28,510.26
其他	-4,288.84	-1.19	48.16
经营活动产生的现金流量净额	-10,661.56	-26,395.41	-10,836.71

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
存货周转天数(天)	-	185.38	183.02	102.29
应收账款周转天数(天)	-	144.47	210.39	104.73
应付账款周转天数(天)	-	18.31	29.91	19.21
净营业周期(天)	-	311.54	363.50	187.81
固定资产周转天数(天)	-	54.31	55.66	33.47
总资产周转天数(天)	-	631.69	677.9	371.90
综合毛利率	13.32%	4.59%	14.33%	22.48%
期间费用率	9.12%	9.68%	8.56%	4.81%
总资产回报率	-	0.00	2.96%	15.70%
产权比率	74.63%	80.58%	63.17%	41.93%
有息债务(万元)	225,585.75	93,467.00	73,852.78	34,295.75
资产负债率	42.73%	44.62%	38.71%	29.54%
流动比率	2.44	3.51	4.47	3.02
速动比率	1.44	2.04	3.07	2.26
EBITDA(万元)	-	3,187.66	8,468.24	26,232.76
EBITDA 利息保障倍数	-	0.80	3.23	17.48

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季报，鹏元整理

附录五 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
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	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
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	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。