



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

跟踪评级公告

大公国际资信评估有限公司通过对中国巨石股份有限公司及“12 玻纤债”的信用状况进行跟踪评级，确定中国巨石股份有限公司的主体长期信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定，“12 玻纤债”的信用等级维持 AA+。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二零一五年四月十七日



中国巨石股份有限公司主体与相关债项

2015 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2015】062 号

主体信用

跟踪评级结果：**AA+** 评级展望：稳定上次评级结果：**AA+** 评级展望：稳定

债项信用

债券简称	额度(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果
12 玻纤债	12	5+2	AA+	AA+

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2014	2013	2012
总资产	193.25	192.30	185.12
所有者权益	40.94	37.88	38.13
营业收入	62.68	52.10	51.03
利润总额	6.06	4.43	3.72
经营性净现金流	16.63	14.26	11.29
资产负债率(%)	78.82	80.30	79.40
债务资本比率(%)	77.22	78.95	77.71
毛利率(%)	35.38	31.37	33.68
总资产报酬率(%)	7.12	5.82	5.77
净资产收益率(%)	11.56	8.81	7.44
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	2.03	1.92	1.60
经营性净现金流/总负债(%)	10.84	9.46	8.31

评级小组负责人：郑孝君
 评级小组成员：薛 祯
 联系电话：010-51087768
 客服电话：4008-84-4008
 传 真：010-84583355
 Email：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

中国巨石股份有限公司（以下简称“中国巨石”或“公司”，原名中国玻纤股份有限公司）主要从事玻璃纤维纱及其制品的生产和销售。评级结果反映了公司玻璃纤维产能仍全球领先、拥有多项具有自主知识产权的高端产品、形成了全球化的生产和销售网络等有利因素，同时也反映了公司出口市场易受进口国贸易、汇率和产业政策影响、资产负债率较高和存在短期偿付压力等不利因素。综合分析，大公对公司“12 玻纤债”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定。

有利因素

- 国家培育新材料行业的发展规划及玻璃纤维行业新准入标准，有利于加强行业内大型企业的主导地位；
- 公司仍是全球主要的玻璃纤维生产商之一，其产能居于世界领先地位，规模优势显著；
- 公司拥有多项具有自主知识产权的玻璃纤维高端产品，研发实力很强，新产品研发持续性较强；
- 公司已形成全球化的生产和销售网络，有利于降低生产成本、规避贸易壁垒；
- 2014 年，在行业供需改善的条件下，公司提高高端产品销售比例，获得一定议价能力，同时加强成本控制，当期营业收入和净利润水平显著上升。

不利因素

- 玻璃纤维行业整体上仍面临人工和能源的成本控制压力；
- 2014 年以来，公司出口比重约为 50%左右，进口国的贸易、汇率和产业政策仍对公司经营产生一定影响；
- 由于公司处于发展期，主要依靠外部融资补充营运资金，使得资产负债率仍较高，同时流动比率仍较低，公司仍存在一定的流动性压力。

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的中国巨石股份有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

公司前身为中国化学建材股份有限公司，成立于1998年8月31日，由中国建筑材料集团有限公司（原名中国新型建筑材料〈集团〉公司）、振石控股集团有限公司（原名浙江桐乡振石股份有限公司）、江苏永联集团公司和中国建材股份有限公司（原名中国建筑材料及设备进出口公司）四家公司发起设立。1999年4月，公司在上海证券交易所上市挂牌交易，股票简称和代码为“中国玻纤（600176）”。截至2013年末，公司注册资本8.73亿元，中国建材股份有限公司（以下简称“中国建材”，香港上市股票代码：3323）持有公司32.79%的股份，为公司第一大股东，公司实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

2011年，公司向中国建材、振石控股集团有限公司、珍成国际有限公司和索瑞斯特财务有限公司四家公司非公开发行股份购买其持有的巨石集团有限公司（以下简称“巨石集团”）合计49%股权，上述四家公司向公司做出有关巨石集团在2011~2013年的盈利预测承诺，并签署了相应的盈利补偿协议。鉴于2012和2013年巨石集团实际盈利情况未能达到盈利承诺，因此上述四家公司以其持有的部分公司股份进行补偿。经公司2013年度股东大会表决，《关于以总价人民币1.00元的价格定向回购重大资产重组承诺方应补偿股份及后续注销的议案》未获通过，故上述四家公司将相关股份赠送给2013年度股东大会股权登记日登记在册的其他股东。本次盈利补偿股份赠送已于2014年8月20日完成。截至2014年末，中国建材持有公司的股份比例增至33.82%，仍为公司的控股股东，因此，公司实际控制人亦未发生改变。

为了充分利用“巨石”品牌优势，不断拓宽业务发展空间，进一步提升公司的行业影响力，公司于2015年2月6日召开股东大会通过了《关于变更公司名称及股票简称的议案》、《关于变更公司经营范围的议案》，并于2015年3月4日完成了《营业执照》换发手续，自2015年3月18日起，公司名称由“中国玻纤股份有限公司”变更为“中国巨石股份有限公司”，证券简称由“中国玻纤”变更为“中国巨石”，证券代码不变。公司“12玻纤债”由中国巨石承继，债券简称和代码不变。

公司主营玻璃纤维及其制品的生产和销售。截至2014年末，公司拥有2家全资子公司巨石集团和北新科技发展有限公司。公司是我国最

大的建筑材料集团——中国建筑材料集团有限公司旗下以玻璃纤维及其制品为主营业务的子公司，玻璃纤维纱及其制品的设计产能为107.50万吨/年，居国内首位、全球领先。

宏观经济和政策环境

2014年，国民经济在新常态下保持平稳运行，实现了稳中有进、进中提质；房地产市场调整、环境污染治理和制造业增速放缓短期内会对经济增速产生一定影响，但随着城镇化推进和经济增长方式转变，中长期或将实现更可持续和更高质量的增长

经国家统计局初步核算，2014年我国实现国内生产总值636,463亿元，同比增长7.4%，增速同比回落0.3个百分点，国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。分季度看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%，四季度增长7.3%。分产业看，第一产业增加值58,332亿元，比上年增长4.1%；第二产业增加值271,392亿元，增长7.3%，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长8.3%，增速同比回落1.4个百分点，工业生产继续运行在合理区间；第三产业增加值306,739亿元，增长8.1%，占国内生产总值的比重为48.2%，比上年提高1.3个百分点，高于第二产业5.6个百分点，产业结构更趋优化。

2014年，固定资产投资（不含农户）完成502,005亿元，同比名义增长15.7%，增速同比回落3.9个百分点；全国房地产开发投资95,036亿元，同比名义增长10.5%，增速同比回落9.3个百分点。进出口总额为264,335亿元，同比增长2.3%，增速有所下降。最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为51.2%，同比提高3.0个百分点，需求结构继续改善。整体看，国民经济结构调整正稳步推进。

从经济景气度看，2014年12月份中国制造业PMI终值为50.1%，比11月份回落0.2个百分点，微高于临界点，制造业保持稳定运行，但增长动力仍显不足；非制造业商务活动指数为54.1%，比11月份上升0.2个百分点，连续2个月小幅回升，非制造业总体保持稳中有升。

总的来看，2014年国民经济运行在新常态下实现了稳中有进、进中提质。但我国经济仍处于增速换挡、结构调整和前期政策消化三期叠加的阶段，经济内生增长动力尚待增强，增长对债务和投资的依赖过高等矛盾突出，资源环境的过度承载和约束更加凸显。短期内，房地产市场调整、环境污染治理和制造业增速放缓会对经济增速产生一定影响；但随着城镇化推进和经济增长方式转变，中长期或将实现更可持续和更高质量的增长。

行业及区域经济环境

玻璃纤维行业内协同限产使得供需关系趋于改善，但仍面临原燃料成本控制压力；国家培育新材料行业的发展规划及新行业准入政策的颁布有利于加强行业内大型企业的主导地位

受欧债危机加剧、世界经济复苏缓慢等因素影响，2011年第四季度开始，玻璃纤维行业需求下滑。2013年以来，行业内部分企业窑炉进入冷修期，新增产能较少，供需关系有所改善。2013年末开始，部分企业开始提价，提升幅度在100~300元不等，由于在每年下半年玻璃纤维行业会出现周期性需求增长，预计未来玻璃纤维行业市场行情将趋于平稳。

从玻璃纤维行业竞争格局来看，全球80%以上的产能仍由六家公司占据，国外主要有欧文斯科宁-维托特克斯公司（以下简称“OCV”）、PPG工业公司（以下简称“PPG”）和Johns Manville公司（以下简称“JM”），国内主要是中国巨石、重庆国际复合材料有限公司（以下简称“重庆国际”）和泰山玻璃纤维有限公司（以下简称“泰山玻纤”），三家产能合计约占国内总产能的70%。国外生产商的产能扩张基本停止，高端产品市场占有率较高，但是生产成本较高的劣势也较为明显。由于2010年以来，欧盟、土耳其和印度等国纷纷对我国玻璃纤维制造业实施反倾销调查，我国玻璃纤维产品的竞争优势部分被削弱。但是深加工产品和特种性能的产品价格仍较为稳定。

从成本控制角度来看，玻璃纤维行业对叶腊石资源依赖较强，初始资金投入大，1万吨产能大约需要投入资金1.3~1.5个亿，窑炉需要连续作业，人员成本投入较大。同时，天然气和电力是玻璃纤维生产的重要能源，约占其生产成本的30%。目前，我国普通工业用电月零售平均价格维持在0.76元/千瓦时左右；天然气价格维持在2.50~3.20元/立方米之间。随着《天然气“十二五”规划》正式公布，天然气定价趋于市场化，价格将继续上调。因此，玻璃纤维行业整体上仍然面临一定原材料和能源成本控制压力。

从产业政策来看，国家陆续从政策导向、财政补贴、信贷支持多个方面加大对新材料产业的扶持力度。根据工信部编制的《新材料产业“十二五”发展规划》，预计到2015年，培育20个新材料销售收入超过50亿元的专业性骨干企业，建成若干主业突出、产业配套齐全、年产值超过300亿元的新材料产业基地和产业集群。此外，为有效遏制玻璃纤维行业低水平重复建设，工信部颁布实施了新的《玻璃纤维行业准入条件》，全面提高行业准入门槛，到“十二五”末，池窑拉丝生产线产能将占据全国产能的95%（目前池窑拉丝生产线占比为87.46%）。

总体看来，玻璃纤维作为国家鼓励发展的高性能复合材料将在国家政策规划的引导下将进入发展的黄金期。大型玻璃纤维企业抗经济周期的能力较强，新的行业政策有利于强化现有的寡头竞争格局。

经营与竞争

公司仍以玻璃纤维纱及其制品的生产与销售为主营业务；2014年，营业收入继续保持增长，得益于产品结构调整 and 成本控制深化，盈利水平显著上升

玻璃纤维纱及其制品仍是公司收入和利润的主要来源，2014年其在营业收入中的占比为97.51%，其他业务为轻型建材贸易和废丝销售。2013年以来，行业内企业部分窑炉进入冷修期，供需关系进一步改善，同时公司供应海外客户定制产品，拓宽海外需求，营业收入继续保持增长。得益于技术创新和新产品开发，高端产品比重逐步增大，公司已在较多细分领域形成市场影响力，加之继续深化降本增效措施，2014年毛利润和毛利率水平显著上升。当期，公司实现营业收入62.68亿元，同比增长20.32%，其中玻璃纤维纱及其制品业务的收入为61.12亿元，同比增长25.88%；毛利润为22.18亿元，同比增长35.74%；毛利率为35.38%，同比上升4.01个百分点。

表 1 2012~2014 年公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

产品	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	62.68	100.00	52.10	100.00	51.03	100.00
玻璃纤维纱及其制品	61.12	97.51	48.56	93.21	49.16	96.33
其他	1.56	2.49	3.54	6.79	1.87	3.67
毛利润	22.18	100.00	16.34	100.00	17.18	100.00
玻璃纤维纱及其制品	21.58	97.33	15.68	95.95	16.30	94.88
其他	0.60	2.67	0.66	4.05	0.88	5.12
综合毛利率	35.38		31.37		33.68	
玻璃纤维纱及其制品	35.32		32.62		33.17	
其他	37.96		18.72		46.93	

数据来源：根据公司提供资料整理

公司在面对国内外经济增速减缓、能源价格和劳动力成本上升以及贸易摩擦等多重不利情势下，通过新产品开发获得提高销售价格的能力，同时落实提高生产效率的成本控制措施，从而达到增收节支的目标。综合来看，公司的技术优势、生产规模优势和成本控制优势仍使其具备较强抗经济波动的能力。

公司仍是全球主要的玻璃纤维生产商之一，拥有多项自主知识产权的高端产品，继续保持规模优势和技术优势；公司不断开发新产品，行业领先地位较为稳固

公司仍是全球主要的玻璃纤维生产商之一，截至2014年末，公司玻璃纤维纱及其制品的设计产能为107.50万吨/年，仍居国内首位、世界领先，从国内竞争格局来看，公司在国内产能占比大约为36%，约为

国内第二、第三大玻璃纤维纱企业重庆国际和泰山玻纤两者总和。公司自主研发与建设的12万吨无碱玻璃纤维池窑生产线仍为全球最大单体池窑生产线。公司吨纱能耗处于行业较低水平，自2012年12月通过国家环境保护部门第二轮清洁生产专家组审核，2014年度未发生任何重大环境问题，各生产基地的排放均100%达标。

表 2 截至 2014 年末公司生产基地及产能情况

生产基地	主要产品	生产线数量	设计产能
桐乡基地	无碱玻璃纤维纱	5 条	61.50 万吨/年
成都基地	无碱、中碱玻璃纤维纱	3 条	17 万吨/年
九江基地	无碱玻璃纤维纱	3 条	17 万吨/年
埃及基地	无碱玻璃纤维纱	1 条	8 万吨/年
巨石攀登电子基材有限公司	电子纱	-	4 万吨/年
	电子布	-	11,000 万平方米/年

资料来源：根据公司提供资料整理

公司技术研发团队由多位全球该行业内技术领先的专家及人员组成，并建有国家级企业技术中心、博士后科研工作站、国家CNAS认证检测中心、浙江省玻璃纤维研究重点实验室，为公司持续的自主创新和巩固核心竞争力提供了较强的技术支持。公司已拥有“无碱、中碱池窑拉丝生产线全套技术”、“玻璃纤维废丝池窑拉丝生产线全套技术”等多项国际领先的自主知识产权技术。2014年，公司研发投入1.79亿元，占营业收入比例为2.86%，当期公司新获得专利授权84项（申请90项），截至2014年末，公司累计获得专利授权359项，其中发明专利41项（包括4项涉外发明授权）。

公司自主研发的高性能玻璃纤维配方E6系列产品，均获得客户的认可，在行业内处于领先地位。公司继研制出E6高性能玻璃纤维后，新研发的E7配方产品、复合纤维、高分散性LFT用纱等项目均取得了进展。2014年，公司的E7配方产品实现批量生产，并开始供应国外客户，在继承E玻璃纤维原有优势基础上，在模量、强度、软化温度等方面的性能进一步提升，主要应用领域包括大功率风力发电叶片、高压容器和高性能拉挤型材等。公司自主开发的复合纤维项目已完成产品鉴定和验收，开始进入批量生产，并得到了国外客户认可，使公司成为继Twintex之后全球第二家具有独立知识产权并可大规模生产复合纤维的制造商。此外，2014年，公司开发的整体卫浴SMC用纱、高铁枕木用纱、光缆加强芯用纱和全能型增强尼龙用短切原丝等产品均顺利推向市场，已得到日本、韩国、印度等客户的批量采购。

综合来看，公司仍为全球最大的玻璃纤维制造商之一，其产能优势和成本优势明显。同时，公司具有很强的自主研发实力，可针对客户需求提供定制产品，通过持续的技术创新和产品开发，为占领更多

的细分市场打下基础，行业领军地位得到进一步巩固。

公司通过收购原材料和设备供应商的股权实现了主要原材料和设备完全自给，并且通过精细化和自动化管理提高生产效率，成本控制效果显现

玻璃纤维生产的主要成本来源于玻璃原辅料和燃料能源，由于行业生产特点对于铂/铑贵金属、叶腊石料和能源的刚性需求，导致公司采购的议价能力有限，面临一定的成本控制压力。2013年，公司通过巨石集团收购桐乡金石贵金属设备有限公司和桐乡磊石微粉有限公司股权，上述两公司已成为公司全资子公司，至此公司有效控制了铂/铑漏板设备和玻璃原材料的主要供应商，需要大批量外部采购的均为电力和天然气等公共供应品。2014年，公司主要生产成本为39.54亿元，同比增加6.67亿元，主要是当期产量增加所致；前五大供应商采购金额为9.08亿元，同比减少0.99亿元，供应商主要为生产基地当地的电力和天然气供应部门。

表 3 2012~2014 年公司玻璃纤维纱产品的主要成本构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
玻璃原辅料	9.73	24.60	7.81	23.75	9.39	28.58
燃料能源	15.07	38.11	12.60	38.33	10.80	32.88
其中：天然气	5.43	13.74	3.86	11.74	3.74	11.38
电力	7.19	18.17	5.14	15.66	5.28	16.08
人工成本及其他	14.74	37.29	12.47	37.92	12.66	38.54
合计	39.54	100.00	32.87	100.00	32.85	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司除了加强原材料自给率外，也积极采用各种提高生产效率的手段控制成本。具体措施包括：提高窑炉熔化率和拉丝成品率，从而提升单台炉位产量，降低单位产出消耗；通过提高自动化程度，减少用工，从而降低人工成本；建立健全以产品生产费用考核制度为核心的成本控制管理制度体系，规范操作、提高效率，每月滚动更新工作目标，并建立严格的考核机制，从而保证增收节支降耗目标的实施。

综上所述，公司为了克服上游原燃料对生产的约束，通过控股原材料供应商减少外部采购，此外也通过精细化和自动化管理提高生产效率，并制定了严格的费用控制考核机制，成本控制效果较为明显。

公司已形成全球化的销售网络，由于出口市场占比较大，产品销售仍易受国外贸易、汇率和产业政策的影响；在开发新产品拓展新市场同时，公司积极在海外投资建厂，全球化的生产布局有利于降低生产成本、规避贸易壁垒

公司主要产品已获得挪威船级社（DNV）、英国劳氏船级社（LR）、德国船级社（GL）、中国船级社（CCS）和美国FDA等多个资格认证，拥

有“巨石”为主商标的商标体系，“巨石”商标已在40个主要市场国家和地区获得授权，品牌知名度较高。公司已在14个国家和地区成立了海外销售机构，在德国、英国等地设立了独家经销商，已建立起较为成熟的全球化营销网络。公司内销已基本实现直接供应，出口销售中80%左右为直销，其余为经销商销售。

2014年，公司发挥自主研发优势，为客户开发了定制产品，有效拓宽了国内外市场需求，出口销售收入为29.99亿元，同比增长26.91%；同期，内销收入为31.13亿元，同比增长24.87%。从销售集中度来看，2014年公司前五大客户的销售金额合计为7.68亿元，同比增加2.11亿元，前五大客户销售金额占当年收入比重为12.25%，其中公司关联企业振石控股集团有限公司和中建材国际贸易有限公司仍是主要客户，销售占比合计为6.38%。总体来看，公司下游客户集中度不高，原因是为了避免单一客户需求波动的不利因素，在不致影响整体经营情况下，尽可能实现市场和客户分散。

表4 2012~2014年公司销售区域统计（单位：亿元、%）

区域	2014年		2013年		2012年	
	销售收入	收入占比	销售收入	收入占比	销售收入	收入占比
内销	31.13	50.93	24.93	51.34	28.51	58.02
出口	29.99	49.07	23.63	48.66	20.65	41.98
合计	61.12	100.00	48.56	100.00	49.16	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2014年，一方面行业供需情况有所改善，另一方面公司新产品开发和推广顺利，玻璃纤维纱及其制品销量均实现了大幅增长，产销率超过100%，部分产品出现了季节性和结构性的供不应求。在货款结算方面，内销结算80%采用银行承兑汇票，20%采用现金结算，并且结算时间控制在3个月以内，外销结算基本采用电汇方式，正常资金回笼时间控制在3个月以内，如是海外子公司货款回笼则可延长至4~5个月。

表5 2012~2014年公司主要产品销量及平均价格情况

产品类别	项目	2014年	2013年	2012年
玻璃纤维纱	产销率（%）	111.03	94.78	91.15
	销量（万吨）	102.06	82.19	79.28
	平均销售价格（元/吨）	5,574	5,492	5,702
玻璃纤维制品	产销率（%）	101.08	94.75	98.91
	销量（万吨）	5.74	4.38	4.73
	平均销售价格（元/吨）	7,375	7,805	8,352

数据来源：根据公司提供资料整理

2014年，公司出口到欧盟、印度和土耳其的产品仍处在反倾销税

的征收期内,税率分别为 13.80%(到期日为 2016 年 3 月 15 日)、18.67% (到期日为 2016 年 1 月 6 日)和 23.75% (到期日为 2015 年 12 月 31 日),但由于公司出口到印度和土耳其的金额占营业收入的比重维持在 1%左右,出口变动对公司影响较小;欧盟地区出口金额占营业收入在 10%左右,但由于当地产能供给有限,且税款由国外进口商承担,因此贸易壁垒对公司出口的影响有限。此外,巨石埃及年产 8 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线建成投产后,其向欧盟出口的玻纤产品不征收反倾销和反补贴税,可进一步减轻贸易保护政策对公司的不利影响。

2014 年,公司继续将毛利率较高的无碱纱(除无碱增强纱外)和电子纱作为发展重点,已完成对桐乡生产基地 12 万吨和 10 万吨无碱玻璃纤维生产线节能技改项目、成都基地 6 万吨中碱和 5 万吨玻璃纤维生产线技改项目,以及投入约 1.86 亿美元完成年产 1 亿米电子级玻璃纤维布生产线增资项目,技术改造后公司无碱玻璃纤维和电子纱产能和生产效率将有所提高。同时,公司在埃及投建年产 8 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线已投入生产,二期 8 万吨项目也已经开工建设,预计在 2016 年上半年完工;拟投资 2.97 亿美元在美国投建 8 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线,该项目尚在前期准备阶段。公司积极推进海外投资建厂的战略,未来公司受制于反倾销税的产品将主要通过埃及生产基地供应,有效规避了贸易壁垒。

公司治理与管理

公司作为首批获国务院国资委原则同意发展混合所有制经济的实施单位之一,将充分发挥国有资本和非公资本双方面的管理优势,在进一步扩大经营范围和确立行业品牌的利好因素下,公司未来具有较大的发展空间和机遇

公司成立于 1998 年 8 月 31 日,前身为中国化学建材股份有限公司。截至 2014 年末,公司注册资本 8.73 亿元,中国建材持有公司 33.82% 的股份,为公司第一大股东,公司实际控制人是国务院国资委。

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和《上海证券交易所股票上市规则》及中国证券监督管理委员会和上海证券交易所的相关要求,不断完善治理结构,公司股东大会、董事会、监事会规范运作,已形成权责分明、有效制衡、协调运作的法人治理结构。公司继续加强内部控制建设,对董事、监事、经理层贯彻执行法律、行政法规,履行诚信和勤勉的义务等方面做了明确的规定;公司依据法律法规以及上市公司的相关要求健全了管理制度体系,提高了规范化运作水平。2015 年 2 月,公司实际控制人中国建材发展混合所有制经济试点方案的有关内容已获得国务院国资委批复,公司被确立为中国建材发展混合所有制经济首批试点实施单位之一。未来公司发展将更加强化企业的市场主体地位,遵循国有资本和非公资本的平等保护和共同发展原则,实现各类股东权益的最大化。

2014年，公司继续面对全球经济复苏缓慢、贸易摩擦加剧、劳动力成本提高等困难，公司通过加快营销业务拓展，促进海外市场开拓；通过海外建厂直接进入当地市场，规避贸易保护主义造成的市场风险；通过延伸产业链和技术创新，进一步提高生产效率、降低成本。

公司是全球主要的玻璃纤维纱及制品的生产商之一，产能规模全球领先，规模优势明显。同时，公司研发实力很强，已掌握多种玻璃纤维池窑拉丝的核心技术，通过向上游原材料产业延伸和建立能源保障体系，加强成本控制力度。公司已形成了全球化的生产和营销网络，“巨石”商标已获得40个国家和地区授权，在14个国家和地区成立了海外销售机构，直销比例日益提高。2014年以来，行业供需关系逐步改善，公司通过产品创新，拓展了国内外市场，具有很强的产品议价能力，营业收入和盈利水平同比均显著上升。但由于公司货款回收周期较长，且存在较大的在建项目，故存在一定的资金压力。为了缓解成本压力、规避贸易壁垒，公司一方面积极开发新产品，另一方面在临近需求地投资建厂，满足多样化的市场需求。未来公司产品种类不断扩充，盈利水平将有望提高，公司的抗风险能力增强。

财务分析

公司提供了2014年财务报表。天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2014年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

资产质量

2014年以来，公司资产以非流动资产为主，资产规模稳步增长；由于产品销售情况良好，部分产品出现季节性和结构性供不应求，存货和应收账款周转效率同比有所上升

2014年末，公司总资产为193.25亿元，同比增长0.49%，其中流动资产同比有所减少，主要是2013年子公司巨石集团发行短期融资券，资金在年末集中到位，使得2013年末货币资金数额较大所致。

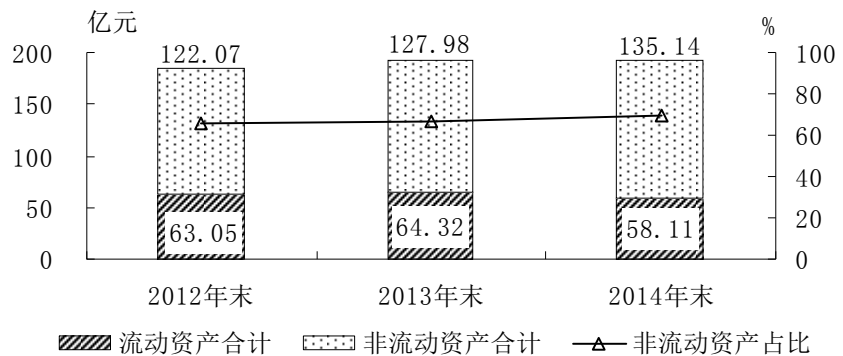


图1 2012~2014年末公司资产构成

公司流动资产主要包括货币资金、存货、应收账款、应收票据和预付款项等。2014年末，公司货币资金为12.09亿元，占期末总资产的6.26%，期末货币资金同比减少41.34%，主要是子公司巨石集团发行的短期融资券募集资金在2013年末集中到位所致，货币资金中现金和银行存款占比为81.19%；存货为11.86亿元，同比减少27.09%，主要是产品销量较好，库存降低，存货中主要为库存商品，占存货总额的比重为74.94%；应收账款为17.47亿元（计提坏账准备0.77亿元），同比增长18.15%，主要是销量增加带来的销售货款增长，其中账龄在1年以内的款项占比为84.13%，应收关联方款项占比为2.18%；应收票据主要为银行承兑汇票，余额为11.71亿元，同比增长33.07%，主要是本期较多客户选择银行承兑汇票方式结算所致。

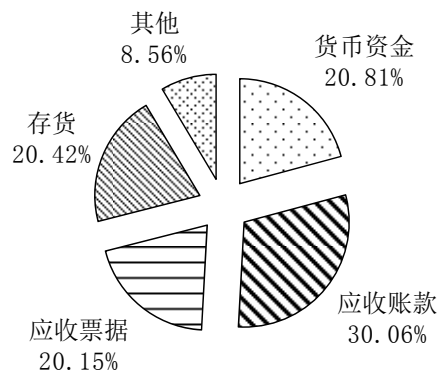


图 2 2014 年末公司流动资产构成

公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成，两者合计占非流动资产的比重始终保持在92%以上。2014年末，公司固定资产为121.23亿元（计提折旧5.24亿元），其中铂铑合金漏板为57.99亿元，占全部固定资产的47.84%，其余占比较大的是机器设备和房屋、建筑物，分别为34.78%和16.79%，本期融资租赁租入的机器设备等固定资产净值为8.88亿元、经营租赁租出的房屋、建筑物等固定资产净值为0.52亿元；在建工程为3.96亿元，同比减少82.23%，主要因为当期1亿米电子布项目、年产12万吨无碱池窑拉丝生产线节能改造项目和埃及年产8万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线项目建设完工转入固定资产所致；无形资产为4.08亿元，主要为土地使用权和采矿权，同比增长2.62%；长期股权投资为0.72亿元，同比减少6.43%。

从资产的运转效率来看，2014年存货周转天数为125.03天；应收账款周转天数为92.61天，因当期公司产品销量增加、部分产品出现季节性和结构性供不应求，存货和应收账款周转效率同比均有所上升。

在受限资产方面，2014年末，公司所有权受限资产共计48.28亿元，占总资产的比重为24.98%，其中固定资产45.65亿元、货币资金为2.16亿元和无形资产0.47亿元。公司受限固定资产数额较大，占公司固定资产总额的37.65%，主要用于公司债务的担保。

资本结构

2014年以来，公司多数在建工程竣工，外部融资需求略有减少，从而负债规模增长有所减缓，但资产负债率和有息债务占比仍然较高，同时公司流动比率和速动比率较低，存在一定的流动性压力

2014年末，随着多数在建工程逐步完工，资本支出需求随之减少，当期总负债为152.31亿元，同比减少1.36%，同时流动负债占总负债的比重为67.72%，同比略有上升，主要是部分长期借款在一年内到期，转入流动负债所致。

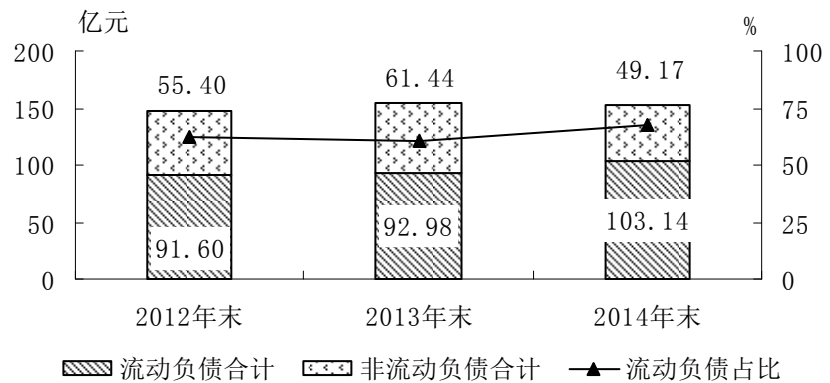


图3 2012~2014年末公司负债构成

公司流动负债以短期借款、一年内到期的非流动负债、应付账款和其他流动负债等为主。

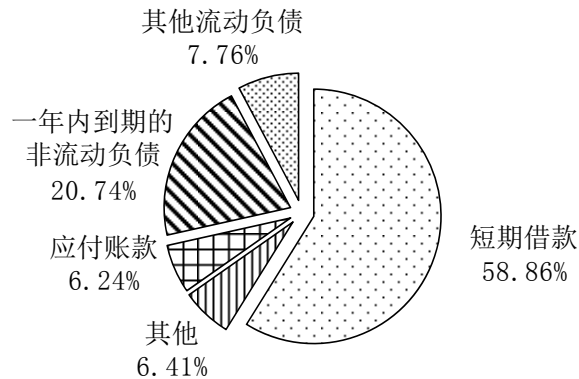


图4 2014年末公司流动负债构成

2014年末，公司短期借款为60.70亿元，以信用借款和保证借款为主，分别占比为31.59%和52.71%；一年内到期非流动负债为21.40亿元，同比增加190.25%，主要是部分长期借款到期兑付所致；应付账款为6.43亿元，同比减少16.78%，其中应付原材料款3.54亿元、应付设备款1.10亿元、应付工程款1.68亿元，应付关联方款项为0.21亿元；其他流动负债为8.00亿元，为公司2014年4月发行1亿元非公开债务融资

工具和子公司巨石集团2014年10月发行7亿元短期融资券。

2014年末，公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款等，其中长期借款和应付债券占非流动负债比重分别为48.68%和45.44%。2014年末，长期借款为23.94亿元，同比减少48.79%，其中保证借款和信用借款分别为19.85亿元和4.08亿元；应付债券为22.34亿元，分别是公司2012年发行的12亿元公司债券、2014年发行的金额合计7亿元的非公开定向债务融资工具、2014年子公司巨石集团发行的3亿元中期票据；长期应付款余额为2.39亿元，同比增长4.18%；长期应付款中应付融资租赁款合计2.39亿元。

表 6 2012~2014 年末公司有息债务构成及其占总负债比重（单位：亿元、%）

项目	2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期有息债务	90.10	59.16	80.25	51.97	80.06	54.46
长期有息债务	48.67	31.95	60.95	39.47	52.87	35.97
总有息债务	138.77	91.11	141.20	91.44	132.93	90.43
总负债	152.31	100.00	154.42	100.00	147.00	100.00

公司有息债务以长、短期借款为主。2014年以来，由于公司基于调整产品结构和生产基地全球化布局的需要，在建工程较多，外部融资需求较大，但2014年随着主要在建工程逐步完工，总有息债务同比有所降低，但其占总负债比重仍然较高，达到91.11%。

表 7 截至 2014 年末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2] 年	(2, 3] 年	(3, 4] 年	(4, 5] 年	>5 年	合计
金额	90.10	4.73	12.57	4.88	16.35	10.14	138.77
占比	64.93	3.41	9.06	3.52	11.78	7.31	100.00

从公司未来 1 年内有息债务到期情况看，2015 年一季度和二季度有息债务占比较大，以短期借款为主，公司还款压力较为集中。从公司未来 5 年有息债务结构来看，1 年以内的有息债务较大，达到 90.10 亿元，占有息债务总额的 64.93%。

表 8 截至 2014 年末公司未来一年内到期有息债务期限结构（单位：亿元、%）

债务期限	短期借款	应付票据	其他流动 负债（应付 短期债券）	一年内到 期的非流 动负债	合计	债务 占比
2015 年度第一季度	21.37	0.20	-	8.63	30.00	33.29
2015 年度第二季度	18.63	-	1.00	2.68	22.31	24.76
2015 年度第三季度	13.02	-	-	5.57	18.58	20.62
2015 年度第四季度	7.69	-	7.00	4.53	19.21	21.33
合计	60.70	0.20	8.00	21.40	90.10	100.00

2014年末，公司所有者权益为40.94亿元，同比增长3.06亿元，主要是未分配利润增加3.60亿元；少数股东权益为0.83亿元，同比减少11.59%。公司拟定2014年度利润分配方案为：以2014年12月31日公司总股本872,629,500股为基数，每10股送现金红利1.65元（含税），共计分配143,983,867.50元（含税）。

2014年末，公司资产负债率同比略有下降，但仍接近80%，资产负债率较高的原因是公司2010年以来始终处于全球化生产布局期，银行借款是主要资金渠道，导致债务规模持续扩大。从短期偿债指标来看，虽然流动比率和速动比率同比有所降低，资产在短时间内的变现能力仍然有限，相对于流动负债，公司的运营资金存在一定压力。

表9 2012~2014年末公司财务比率指标（单位：%、倍）

指标	2014年末	2013年末	2012年末
资产负债率	78.82	80.30	79.40
债务资本比率	77.22	78.85	77.71
长期资产适合率	66.68	77.61	76.61
流动比率	0.56	0.69	0.69
速动比率	0.45	0.52	0.50

截至2014年末，公司无对外担保事项。

盈利能力

2014年，公司通过开发新型产品拓宽国内外市场需求，销量有所上升，加之成本控制得当，使得营业收入和净利润水平显著上升

2014年，公司营业收入同比增长，增幅为20.32%，主要是公司销量增加所致；毛利率同比上升4.01个百分点，原因是公司逐步提高高端产品比例，获得一定议价能力，同时降本增效措施使得在生产规模扩大的情况下，成本增幅小于收入增幅。

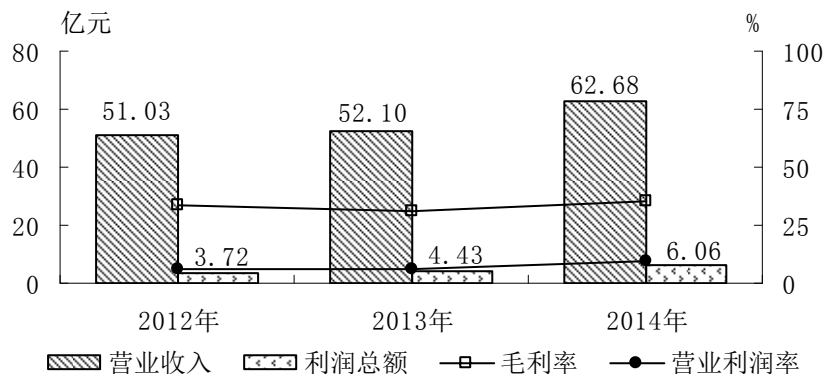


图5 2012~2014年公司收入及盈利情况

在费用控制方面，2014年公司销售费用、管理费用和财务费用占营业收入的比重分别为3.21%、9.10%、12.47%，其中管理费用为5.71

亿元，以职工薪酬和技术开发费用为主，同比增长12.98%；财务费用为7.82亿元，同比增长18.62%，主要是当期利息支出和汇兑损失增加所致；销售费用为2.01亿元，同比增长16.30%。公司期间费用对经营成果的占用仍然较大，三项费用合计占营业收入的比重为24.79%，财务费用较高仍是导致期间费用较大的主要原因。

从盈利方面来看，2014年公司营业利润为5.90亿元，同比增长98.12%，主要是营业收入增长所致；营业外收支净额为0.16亿元，同比减少89.04%，主要是当期获得的政府补助相对于2013年数额较少所致。在当期收入增长的带动下，利润总额和净利润也相应增长，利润总额和净利润分别为6.06亿元和4.73亿元，增幅分别为36.85%和41.89%；在净利润增长的带动下，总资产报酬率和净资产收益率分别达到7.12%和11.56%，同比分别上升1.30个百分点和2.76个百分点。

现金流

2014年，公司经营性净现金流继续保持增长，对债务和利息的保障程度亦相应提升

2014年，公司经营性净现金流为16.63亿元，同比增长16.65%，主要是存货减少和净利润增加所致；投资性现金流为-14.65亿元，仍然保持净流出，主要是公司对新建项目和部分窑炉进入冷修期的技改投入；筹资性现金流为-10.04亿元，同比减少12.75亿元，主要是公司当期偿还较多债务所致。2014年，公司现金回笼率为74.14%，同比减少1.30个百分点，公司获取现金的能力略有降低。

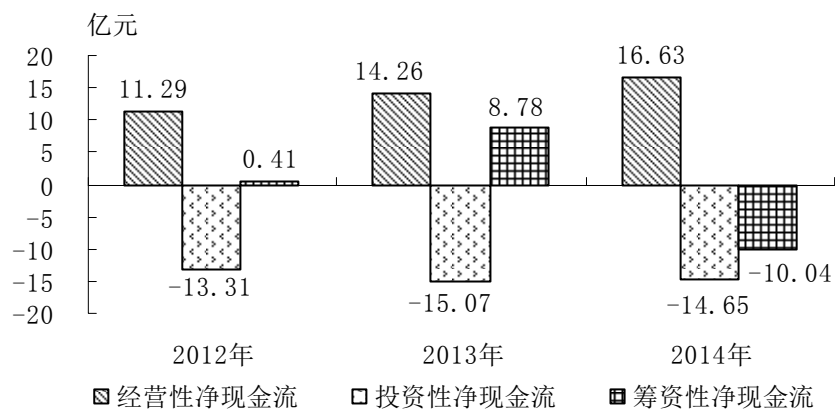


图6 2012~2014年公司现金流情况

2014年，公司经营性净现金流对债务的保障能力以及EBIT、EBITDA利息保障倍数同比均有所上升。

表 10 2012~2014 年公司部分偿债指标情况（单位：%、倍）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流/流动负债	16.96	15.45	13.11
经营性净现金流/总负债	10.84	9.46	8.31
经营性净现金流利息保障倍数	2.03	1.92	1.60
EBIT 利息保障倍数	1.68	1.51	1.51
EBITDA 利息保障倍数	2.64	2.49	2.54

截至2014年末，公司在建和拟建项目3个，其余项目均已完工，累计实际投入金额合计36.26亿元。未来公司重点项目是美国和埃及的生产线建设项目，根据项目投资计划，尚有约30亿元的资金需求。

表 11 截至 2014 年末公司在建和拟建项目情况

项目名称	项目金额	2014 年投入金额	累计实际投入金额	项目进度
埃及年产 8 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线项目	22,331 万美元	17,438 万元	133,167 万元	完工
年产 1 亿米电子级玻璃纤维布生产线增资项目	18,614 万美元	87,704 万元	103,563 万元	完工
成都基地年产 6 万吨中碱玻璃纤维池窑拉丝生产线改造	59,980 万元	28,855 万元	51,210 万元	完工
成都基地年产 5 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线技改	28,298 万元	11,747 万元	20,586 万元	完工
年产 10 万吨无碱池窑拉丝生产线节能技改项目	20,002 万元	19,777 万元	19,777 万元	完工
年产 60 万吨玻璃纤维生产基地配套自动化仓储中心	19,222 万元	11,486 万元	11,486 万元	完工
年产 12 万吨无碱池窑拉丝生产线节能技改项目	16,205 万元	16,003 万元	16,003 万元	完工
成都基地包装材料车间技改项目	7,990 万元	1,224 万元	6,821 万元	建设中
美国南卡年产 8 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线项目	29,748 万美元	-	-	前期准备阶段，尚未开工
埃及年产 8 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线项目（二期）	18,805 万美元	-	-	前期准备工作，预计 2016 年上半年完工

综上所述，2014年公司经营性净现金流继续保持正流入且显著增加，经营性净现金流对债务保障能力相应提高。由于公司在建项目未来1年的投资规模较大，经营性净现金流不足以全部覆盖，公司将主要通过银行借款或债券市场融资筹措资金。

偿债能力

公司是全球主要的玻璃纤维纱及制品的生产商之一，具有很强的规模优势，在行业景气度疲软的情况下，公司加强产品研发，积极拓展细分市场，营业收入水平较 2013 年同比增加，对公司偿债能力形成利好因素。

从资产构成看，2014 年末，公司货币资金为 12.09 亿元，80%以上为现金和银行存款，受限货币资金较少；存货为 11.86 亿元，主要为库存商品，较 2013 年末减少较大。从债务规模看，公司资产负债率较高，2014 年末为 78.82%，且有息债务占总负债比重达到 91.11%。从现金流看，2014 年经营性现金流保持净流入，数额在 15 亿元以上，经营性净现金流对债务和利息的保障能力整体上较稳定。

综合来看，由于公司技术研发能力很强，新产品研发持续性较好，行业领先地位较为突出，加之外部融资渠道较为通畅，截至 2014 年末，公司银行综合授信额度为 194.86 亿元，未使用额度为 90.41 亿元，有效保证了资金流的持续性，对公司偿债能力形成了有益补充，因此公司具有很强的债务保障能力。

债务履约情况

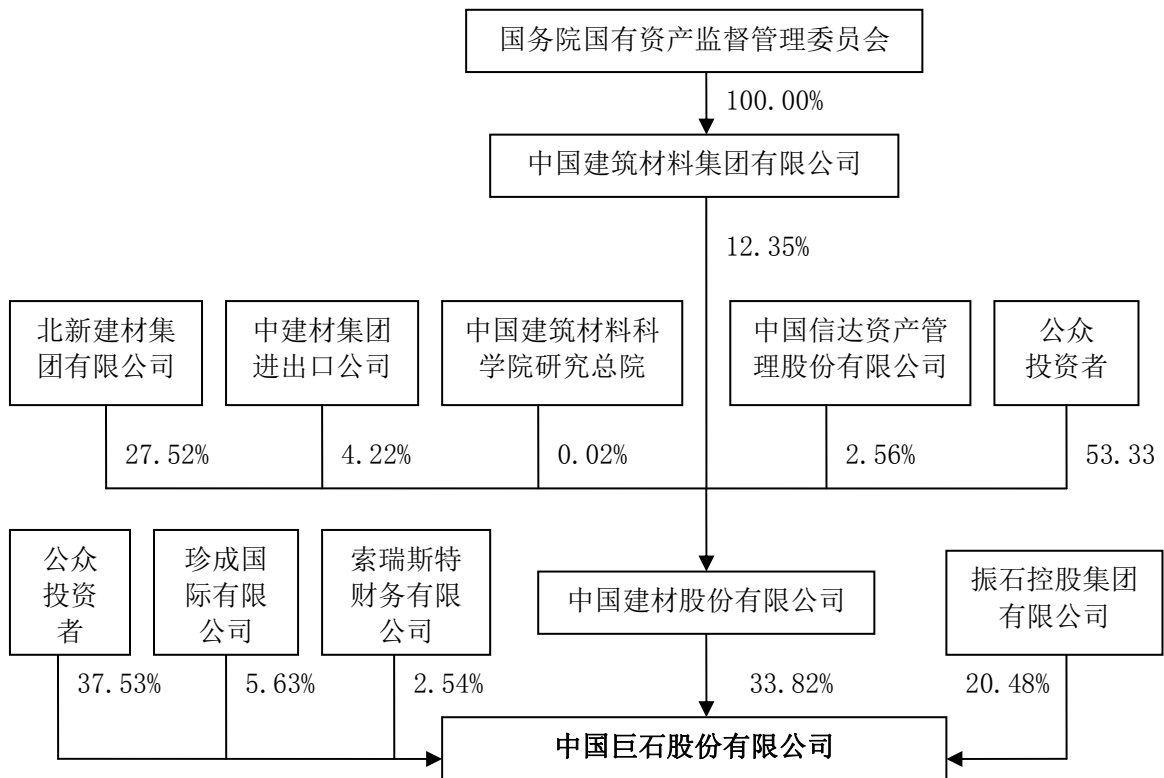
根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2015 年 4 月 14 日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司已发行 12 玻纤债、14 玻纤 PPN001 和 14 玻纤 PPN002 等，均尚未到期，付息正常；子公司巨石集团在公开市场上已发行多期债券，已到期债券本息均正常兑付。

结论

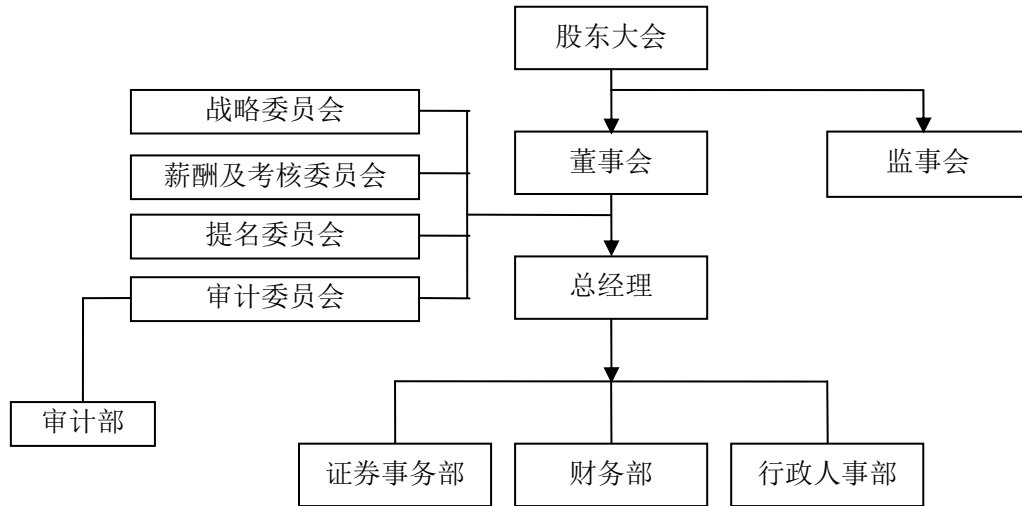
公司作为全球最大的玻璃纤维生产商之一，产能仍居于世界领先地位，并继续保持着较高的成本优势。公司研发实力很强，拥有 E6、E7 等多项自主知识产权的高性能玻璃纤维产品。公司已在全球 14 个国家和地区建立了生产基地和销售网络，形成了全球化布局。同时，玻璃纤维作为复合材料的增强材料应用领域广泛，玻璃纤维产业兼有资源密集、技术密集和劳动力密集型的产业特征，且集中度较高，有利于大型企业保证盈利水平。预计未来 1~2 年，随着行业需求逐步回暖以及公司玻纤深加工产品的比例增加，收入水平将持续增长，对债务的保障能力将有所增强。

综合分析，大公对公司“12 玻纤债”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定。

附件 1 截至 2014 年末中国巨石股份有限公司股权结构图



附件 2 截至 2014 年末中国巨石股份有限公司组织结构图



附件 3 中国巨石股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2014 年	2013 年	2012 年
资产类			
货币资金	120,908	206,114	212,094
应收票据	117,098	88,000	62,883
应收账款	174,671	147,837	146,141
预付款项	20,651	28,801	27,637
存货	118,634	162,704	169,115
流动资产合计	581,072	643,198	630,532
固定资产	1,212,342	959,145	990,343
在建工程	39,573	222,670	137,111
无形资产	40,779	39,737	32,989
商誉	47,251	47,251	47,251
非流动资产合计	1,351,440	1,279,803	1,220,715
总资产	1,932,513	1,923,001	1,851,247
占资产总额比 (%)			
货币资金	6.26	10.72	11.46
应收票据	6.06	4.58	3.40
应收账款	9.04	7.69	7.89
预付款项	1.07	1.50	1.49
存货	6.14	8.46	9.14
流动资产合计	30.07	33.45	34.06
固定资产	62.73	49.88	53.50
在建工程	2.05	11.58	7.41
无形资产	2.11	2.07	1.78
非流动资产合计	69.93	66.55	65.94
负债类			
短期借款	607,039	585,000	545,013
应付账款	64,349	77,320	83,757
一年内到期非流动负债	213,953	73,712	163,751
其他流动负债	80,000	143,795	73,663
流动负债合计	1,031,410	929,790	916,007
长期借款	239,353	467,412	393,944
长期应付款	23,905	22,946	38,694
应付债券	223,429	119,099	118,971
非流动负债合计	491,715	614,382	553,951
负债合计	1,523,125	1,544,172	1,469,958

附件 3 中国巨石股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2014 年	2013 年	2012 年
占负债总额比 (%)			
短期借款	39.85	37.88	37.08
应付账款	4.22	5.01	5.70
一年内到期的非流动负债	14.05	4.77	11.14
其他流动负债	5.25	9.31	5.01
流动负债合计	67.72	60.21	62.32
长期借款	15.71	30.27	26.80
应付债券	14.67	7.71	8.09
非流动负债合计	32.28	39.79	37.68
权益类			
少数股东权益	7,355	8,319	17,506
实收资本（股本）	87,263	87,263	87,263
资本公积	123,869	123,863	135,965
盈余公积	17,655	15,847	14,658
未分配利润	186,001	149,977	127,570
归属于母公司所有者权益	402,033	370,510	363,783
所有者权益合计	409,388	378,829	381,289
损益类			
营业收入	626,815	520,964	510,308
营业成本	405,033	357,522	338,462
销售费用	20,142	17,320	17,463
管理费用	57,068	50,513	48,566
财务费用	78,179	65,906	71,729
营业利润	59,008	29,783	30,211
利润总额	60,596	44,278	37,244
所得税	13,258	10,916	8,886
净利润	47,338	33,362	28,358
归属于母公司所有者的净利润	47,454	31,913	27,418
占营业收入比 (%)			
营业成本	64.62	68.63	66.32
销售费用	3.21	3.32	3.42
管理费用	9.10	9.70	9.52
财务费用	12.47	12.65	14.06
营业利润	9.41	5.72	5.92
利润总额	9.67	8.50	7.30

附件 3 中国巨石股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2014 年	2013 年	2012 年
占营业收入比 (%)			
净利润	7.55	6.40	5.56
归属于母公司所有者的净利润	7.57	6.13	5.37
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	166,322	142,585	112,884
投资活动产生的现金流量净额	-146,456	-150,742	-133,094
筹资活动产生的现金流量净额	-100,427	27,087	87,846
财务指标			
EBIT	137,682	111,921	106,801
EBITDA	216,112	184,270	179,328
总有息债务	1,387,700	1,411,965	1,329,280
毛利率 (%)	35.38	31.37	33.68
营业利润率 (%)	9.41	5.72	5.92
总资产报酬率 (%)	7.12	5.82	5.77
净资产收益率 (%)	11.56	8.81	7.44
资产负债率 (%)	78.82	80.30	79.40
债务资本比率 (%)	77.22	78.85	77.71
长期资产适合率 (%)	66.68	77.61	76.61
流动比率 (倍)	0.56	0.69	0.69
速动比率 (倍)	0.45	0.52	0.50
保守速动比率 (倍)	0.23	0.32	0.30
存货周转天数 (天)	125.03	167.06	170.47
应收账款周转天数 (天)	92.61	101.57	94.37
经营性净现金流/流动负债 (%)	16.96	15.45	13.11
经营性净现金流/总负债 (%)	10.84	9.46	8.31
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	2.03	1.92	1.60
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.68	1.51	1.51
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	2.64	2.49	2.54
现金比率 (%)	11.72	22.17	23.15
现金回笼率 (%)	74.14	75.43	71.54
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
22. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBITDA} / \text{利息支出} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：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 级：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。