

# 南方汇通股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发 行公司债券（第一期）、2018 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](mailto:syshang@ccxi.com.cn)

项目组成员：汤梦琳 [mltang@ccxi.com.cn](mailto:mltang@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 05 月 29 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和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](http://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 0429 号

## 南方汇通股份有限公司：

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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“17 汇通 01”和“18 南方 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

二零二零年五月二十九日

**评级观点：**中诚信国际维持南方汇通股份有限公司（以下简称“南方汇通”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持中国中车集团有限公司（以下简称“中车集团”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 汇通 01”和“18 南方 01”的债项信用等级为 **AAA**，上述债项级别考虑了中车集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际肯定了 2019 年公司完成新产品开发、复合反渗透膜产能规模提升、新增的水处理业务可与原有业务形成一定协同效应以及担保方实力极强等优势对公司整体信用实力提供的有力支持；但同时，中诚信国际也关注到棕纤维产品业务运营压力上升、盈利能力持续弱化、其他应收款面临减值风险等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

### 概况数据

南方汇通（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	18.19	20.16	21.83	21.55
所有者权益合计（亿元）	9.69	9.81	12.60	12.59
总债务（亿元）	1.88	4.60	5.72	5.02
营业总收入（亿元）	10.83	11.05	11.37	1.53
净利润（亿元）	1.27	1.04	1.08	-0.04
EBITDA（亿元）	2.30	2.23	2.14	--
经营活动净现金流（亿元）	1.16	0.18	0.74	0.55
资产负债率（%）	46.70	51.32	42.30	41.57

中车集团（担保方，合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	4,052.87	3,984.73	4,304.98
所有者权益合计（亿元）	1,412.42	1,507.54	1,625.97
总债务（亿元）	973.62	787.57	840.02
营业总收入（亿元）	2,169.34	2,293.51	2,397.52
净利润（亿元）	107.15	96.05	105.61
EBITDA（亿元）	218.00	216.68	231.00
经营活动净现金流（亿元）	177.24	186.73	163.68
资产负债率（%）	65.15	62.17	62.23

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

### 正面

■ **复合反渗透膜领域保持较强研发实力，技术水平国内领先。**公司是国内品类最全的反渗透膜制造商之一，跟踪期内完成新型抗污染反渗透膜和海水预处理用纳滤膜等产品的开发，在复合反渗透膜领域具有较强的研发实力，技术水平处于前列。

■ **复合反渗透膜产能规模提升，同时新增水处理业务。**2019 年公司纳滤膜、板式超滤膜生产线建设完成并正式投产，产能规

### 同行业比较

2019 年部分水治理及膜产品企业主要指标对比表					
公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
三达膜	42.30	24.55	7.42	2.78	2.36
上海洗霸	10.74	24.86	5.84	0.40	0.46
<b>南方汇通</b>	<b>21.83</b>	<b>42.30</b>	<b>11.37</b>	<b>1.08</b>	<b>0.74</b>

注：“三达膜”为“三达膜环境技术股份有限公司”简称；“上海洗霸”为“上海洗霸科技股份有限公司”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）	存续期
17 汇通 01	AAA	AAA	1.00	2017/07/03~2022/07/03（3+2）
18 南方 01	AAA	AAA	2.85	2018/05/15~2023/05/15（3+2）

模进一步扩大，销售收入稳中有增；当期公司新增水处理业务，与原有膜业务形成一定协同作用。

■ **担保实力极强。**中车集团是全球轨道交通装备制造行业龙头企业，在轨道交通装备市场具有显著的地位，综合竞争实力和抗风险能力极强。中车集团为“17 汇通 01”和“18 南方 01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，可为上述债券本息的偿付提供有力支持。

### 关注

■ **棕纤维产品业务运营压力上升。**我国床垫市场分散且竞争压力大，公司棕纤维业务产能利用率低，毛利率下降，面临一定的运营压力。

■ **盈利能力持续弱化。**公司所处市场竞争激烈，营业毛利率持续下滑，同时有一定的资产减值。2020 年以来，新冠肺炎疫情的爆发导致盈利能力大幅弱化。

■ **其他应收款面临减值风险。**跟踪期内公司以 2.62 亿元出售已建设完成的水处理项目，2019 年末形成其他应收款 2.26 亿元；由于项目未按原计划完成验收，导致部分款项逾期，公司对其计提资产减值损失 0.34 亿元，其回收时间仍存在一定不确定性，后续或面临进一步减值风险。

### 评级展望

中诚信国际认为，南方汇通股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**行业景气度上行，公司订单获取良好，收入规模大幅提升、盈利能力持续改善，偿债压力明显减弱。

■ **可能触发评级下调因素。**受行业影响，订单获取大幅下降，盈利能力持续下滑；债务规模上升，流动性压力加大。

## 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

2017年7月，公司发行“17汇通01”，募集资金总额1.00亿元用于补充流动资金；2018年5月，公司发行“18南方01”，募集资金总额2.85亿元用于补充流动资金，截至2020年3月末，上述债券募集资金与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致，且已全部使用。

## 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的。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的冲击的背景下，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

### 海水淡化及水环境治理相关政策的持续加码带动工业膜市场维持较高景气度，但国外反渗透膜企业仍占据主导地位；家用膜市场竞争进一步加剧，利润空间收窄

家用膜主要用于家用净水器，2019 年我国净水器产量为 1,836.6 万台，同比增长 1.9%，增速有所放缓；加之家用膜门槛较低且产品趋同质化，市场继续呈现低价竞争格局，导致企业盈利空间被进一步压缩。随着《反渗透净水机水效限定值和水效等级》强制性标准的执行，行业竞争有望逐步向良性化发展。

工业膜最主要的应用市场为工业水处理，领域包括海水淡化、水污染治理、回用处理、废水近零排放等。随着我国水资源短缺及水污染问题的日益凸显，海水淡化及水环境治理持续获得政策倾斜。海水淡化方面，根据《全国海水利用“十三五”规划》，到“十三五”末，全国海水淡化总规模达到 220 万吨/日以上，沿海城市新增海水淡化规模 105 万吨/日以上，海岛地区新增海水淡化规模 14 万吨/日以

上，海水直接利用规模达到 1,400 亿吨/年以上。同时《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018~2020 年）》在新材料关键技术产业化中提到，要加快海水淡化处理用膜、锂离子电池用软包装膜、偏光片及配套膜材料等先进有机材料关键技术产业化，为海水淡化提供技术保障等。水环境治理方面，加强水污染防治与城镇污水治理被列为“十三五”期间环境治理的重点内容以来，2019 年 5 月 19 日，国家住房和城乡建设部、生态环境部、国家发改委联合发布《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019~2021 年）》，明确经过 3 年努力，实现地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口。根据市场测算，在“水十条”涉及的工业水污染治理、城镇水污染治理、农业污染治理、港口水环境治理、安全饮用水、城市黑臭水体治理、水环境监测等领域，到 2020 年，完成“水十条”相应目标需投入资金约 4~5 万亿元，需各级地方政府投入约 1.5 万亿元；2020 年是“水十条”终考年，我国污水处理相关基础设施需求有望加速释放。

受益于海水淡化市场增长及环保政策的逐步落地，水处理设施新增和提标改造持续拉动工业膜需求的增长。根据高工产研膜材料研究所（GGII），2018~2020 年，随着相关政策支持、下游市场端的需求增长以及中国反渗透膜生产企业产能的释放，GGII 预计 2020 年中国反渗透膜市场规模达 87 亿元。但中诚信国际也关注到，膜行业竞争压力仍在持续，陶氏化学、日东电工、东丽等国外反渗透膜企业基于品牌和产品稳定性优势，占据工业膜市场较大市场份额；国内企业规模普遍较小，资金实力较弱，竞争力仍有待提升，尤其在大型应用项目上，国产品牌仍处于劣势。在小型工业水处理项目及中低端市场中，国产品牌依靠价格优势形成一定竞争力；但随着国内反渗透膜厂家纷纷从家用膜转移到工业膜，中小型项目和零售市场竞争进入白热化，性能偏低的产品不断蚕食中低端市场。

### 我国床垫市场需求规模大但集中度低，跟踪期内房地产增速下行，行业或面临更加激烈的市场竞争

我国人口基数大，床垫市场需求规模大，且随着城镇化率的提升和消费观念的改变，国内床垫市场仍有较大上升空间。但受国内中小品牌众多、床垫创新技术较弱、品牌宣传力度有限、销售渠道布局不足、行业缺乏整合等综合因素影响，市场集中度很低，产业集中度 CR5 仅为 15% 左右，较成熟的美国床垫市场 CR5 在 79% 左右，领先企业慕思的市场占有率仅为 8%，仍处于很低水平；而床垫标准化程度高，适合规模化生产，未来或向行业龙头集中。竞争格局方面，目前床垫市场的优势品牌包括以舒达、丝涟、金可儿为主的国际床垫品牌，以慕思、喜临门、穗宝、雅兰、大自然为主的全国性品牌，以及以晚安、玮兰、皖宝、吉斯等为主的区域性强势品牌；其中高端市场上国际品牌仍占据主导地位，内资品牌则主打中低端市场，虽具有一定渠道优势，但因市场竞争激烈，利润空间较为有限。

2019 年以来，受房地产行业宏观政策调控影响，家具行业需求增速下行，而随着国外品牌的陆续涌入，市场竞争进一步加剧。2020 年一季度，受疫情影响，房地产市场短期严重下滑，包括床垫在内的家具用品需求受到一定冲击；同时，门店开放延迟以及人流受限等因素亦对当期销售造成较大影响。此外，家具行业终端市场份额部分向装修等产业端转移，全屋定制模式的快速发展对单一家具

品牌替代效应依旧持续。

### 公司在复合反渗透膜行业保持较为领先的技术水平及行业地位，产能规模不断扩大，跟踪期内膜业务平稳发展，但产能利用率有待进一步释放

公司子公司时代沃顿科技有限公司（以下简称“时代沃顿”）是国内品类最全的反渗透膜制造商之一，面对竞争激烈的行业环境，跟踪期内时代沃顿进一步完善产品结构，推进耐酸碱膜、耐溶剂膜、板式超滤膜、高压反渗透膜等工业膜产品和技术门槛高、市场需求相对较大的高通量类家用膜等重点产品的研发，完成新型抗污染反渗透膜和海水预处理用纳滤膜等产品的开发；继续推进国家重点研发计划和贵州省科技重大专项项目的相关工作，并获批“中国中车先进膜材料与分离技术研发中心”，截至 2019 年末，时代沃顿拥有有效专利 100 件，其中发明专利 42 件，技术水平领先。受益于此，2019 年以来公司在国内复合反渗透膜领域仍保持较为突出的市场地位，在工业膜方面，2019 年公司在八寸膜市场占有率为 9%，位列前五，在四寸膜市场占有率达到 29%，居于首位；同期家用膜市场销量占比为 24%，国内排名第一。考虑到家用膜市场竞争较为激烈，且家用膜毛利率下滑严重，公司逐步加大工业膜布局，工业膜收入占比逐年提升。

表 1：公司工业膜和家用膜在膜产品中收入占比及毛利率情况（%）

	2017		2018		2019	
	家用膜	工业膜	家用膜	工业膜	家用膜	工业膜
收入占比	45.49	51.45	37.24	55.79	29.46	57.43
毛利率	44.46	49.29	37.16	51.26	22.37	47.63

注：除家用膜和工业膜外，公司还有部分商用膜。

资料来源：公司提供

2019 年以来，公司扩产项目建设不断推进，随着纳滤膜、板式超滤膜生产线建设完成并正式投产，产品系列和产品组合工艺包得到进一步完善，产能规模亦持续扩大，为业务规模的增长奠定基础。受益于我国水处理行业日益发展、工业膜产品下游市场需求不断增加以及自身产品优势，当期膜片产量同比增长 14.06%，增速较为稳定，但产能利用率仅为 75.92%，有待进一步提升；膜片销量（以

面积计算）亦有所提升。2020 年一季度，疫情的爆发导致下游工业企业延迟复工，水污染治理需求下降，公司复合反渗透膜销量同比减少 62.03 万支，膜片产量随之大幅下降 68.67%，产能利用率处于较低水平。**中诚信国际也注意到**，工业膜通常面向工业领域，应用于规模较大的水处理项目，整体结算周期较长，导致公司货款回收压力较大。

**表 2：公司复合反渗透膜产销情况**

复合反渗透膜	2017	2018	2019	2020.1~3
产能（万平方米/年）	1,700	2,000	2,330	2,330
产量（万平方米）	1,342	1,551	1,769	139
产能利用率（%）	78.94	77.55	75.92	24.13
产量（万支）	769.06	733.86	654.97	54.84
销量（万支）	822.89	736.31	619.83	37.00
产销比率（%）	107.00	100.33	97.80	67.47

注：2020 年一季度产能利用率经年化处理；由于单支工业膜使用膜片较多，且工业膜销售占比提升，以面积计算的产销量均增加，但支数计算的产销量有所下降。

资料来源：公司提供

### 跟踪期内公司拓展水处理业务，产业链得到进一步延伸，同时与原有膜业务形成较好协同效应，但目前规模仍较小

近年来公司逐步推进膜法水处理工程运营业务，2018 年 8 月，中标中广核联达节能科技有限公司（以下简称“中广联达”）50,000m<sup>3</sup>/d 中水回用项目（以下简称“天钢项目”），该项目采用 EMC 合同能源管理模式，总投资 2.20 亿元，运营期为自建建设期结束起的 10 年。2019 年 6 月，因项目用水方实际控制人发生变更，由天津信安思拓新能源有限公司（以下简称“信安思拓”）承接 EMC 合同约定的中广联达全部权利义务并履行项目回购义务，回购款于回购协议生效后一年内付清；此外，项目回购后信安思拓仍委托公司运营 5 年，运营收益归公司所有。截至 2020 年 3 月末，该项目的施工和调试工作均已完成，但尚未完成验收和回收款项，交易对方对款项支付出具了承诺函，中诚信国际将对项目进展及款项支付保持关注。

此外，为实现在膜技术的基础上进行产业延伸，拓展工业污水处理、中水回用、脱盐水等膜应用场景，从而拉动工业膜的技术研发及销售，2019 年公司将贵州中车绿色环保有限公司（以下简称“绿色环保<sup>1</sup>”）纳入合并报表范围，新增以工程服务和专业承包的方式为客户提供水处理解决方案的水处理业务。绿色环保在煤化工、磷化工、有色、

<sup>1</sup> 2019 年 7 月 1 日，公司与绿色环保股东涂刚签订《一致行动人协议》，双方约定在绿色环保股东会 and 董事会中行使职权时保持一致且按

钢铁、石油化工等行业有超过 20 年的工程实践经验，业务及项目覆盖国内 25 个省、自治区和直辖市，并出口到印度尼西亚、印度、柬埔寨、孟加拉、老挝、越南等国家。拥有市政公用工程施工总承包三级资质、机电工程施工总承包三级资质、水污染防治设计乙级资质等；拥有有效专利 27 项，其中“三磷”治理技术方案处于国内领先水平。

2019 年，绿色环保在煤化工领域及能源走廊进行积极的推广布局，推进除磷、除氟技术，磷石膏渣场渗滤液资源化利用技术、MBR 生活污水处理技术、铝厂赤泥堆渗滤液处理技术与膜法水处理技术相结合，完成了 9 个项目的工艺及设备装置的研发并形成了相关发明及实用新型专利；同时，其环保工程专业承包资质由贰级升至壹级，业务承揽能力得到增强。2019 年原水处理、污水处理等多个在运营项目取得收入 0.88 亿元，增加归属于上市公司股东净利润 426 万元。**中诚信国际认为**，水处理工程业务的拓展有利于打通膜法水处理全产业链，对原有膜业务形成拉动；但目前承接项目较少，对公司整体收入贡献有限，且水处理项目前期投入较大，随着业务规模的扩大，应收账款对流动资金的占用亦将增加。

### 2019 年以来公司持续拓宽棕纤维产品销售渠道，但受床垫市场竞争压力加大以及家具行业需求下行影响，产销量仍呈下滑态势，产能利用率持续处于较低水平，业务运营承压

由于跟踪期内国家对房地产行业持续进行宏观调控，家具行业整体需求受到较大影响，加之国际品牌的涌入，床垫行业市场竞争进一步加剧，造成公司 2019 年棕纤维产品产销量分别同比减少 14.99% 和 9.28%，产能利用率进一步下滑；其中，产量下降幅度较大主要系公司消化过往库存所致。

**表 3：公司棕纤维产品产销情况**

棕纤维产品	2017	2018	2019	2020.1~3
产能（立方米/年）	130,000	130,000	130,000	130,000

照公司意见行使表决权，双方合计持股比例为 50.69%，公司是绿色环保的实际控制人。

产量（立方米）	61,661	59,371	50,472	5,575
产能利用率（%）	47.43	45.67	38.82	17.15
销量（立方米）	60,984	58,412	52,989	5,537
其中：床垫	60,431	57,897	52,490	5,443
枕头	553	516	499	94
库存量（立方米）	2,058	3,017	500	538

注：2020 年一季度产能利用率经年化处理。

资料来源：公司提供

为改善棕纤维床垫业务运营状况，2019 年以来，公司子公司贵州大自然科技股份有限公司（以下简称“大自然股份”）加强渠道建设、推进渠道下沉，传统零售渠道形成三大系列独立招商，开设线下 OTO 体验店，同时启动战略合作 OEM 渠道、母婴、学生公寓以及酒店医院渠道；除已有成熟的天猫、京东平台外，多平台开设旗舰店、品类旗舰店等，并通过微信裂变及开设小红书账号等不同形式进行推广销售。截至 2020 年 3 月末，大自然股份共有 309 个全国总经销商，30 个一级经销商，市场拓展取得一定成效。新产品开发方面，2019 年大自然股份加快产品升级换代，推出乳胶床垫、新幻境系列、生态系列、儿童系列等三十余款新产品，第 6 年排名国内床垫品牌前三名，拥有一定市场竞争力及知名度。

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，房地产销售受到很大冲击，同时公司阶段性停产、各大商场及酒店停业，造成床垫及枕头产销量继续下降，产能利用率不足 20%，业务经营承压。

**未来公司仍将深耕复合反渗透膜行业，发挥膜法水处理项目对膜业务的拉动作用，拓展床垫市场；随着时代沃顿生产基地和天钢项目的投建完成，公司短期内无重大资本支出压力**

未来公司仍将聚焦环境健康产业，一方面完善全流程水处理膜材料产品链，拓展能源用膜材料等新业务，同时发挥膜法水处理项目对膜业务的拉动作用；另一方面，继续强化原生态、自然、环保、健康的差异化策略，以棕床垫为基础，不断丰富床垫系列产品、优化供应体系、改善产品外观形象，并不断优化经销模式和渠道，从而拓展市场、加强品牌竞争力并提升销量。

截至 2019 年末，总投资 1.10 亿元的时代沃顿沙文工业园区生产基地（二期）已建成投产，天钢项目待回购，短期内公司无重大资本支出压力。

## 财务分析

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 2017~2019 年财务报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表，各期财务数据均为财务报表期末数。

**受市场竞争加剧及新冠肺炎疫情影响，跟踪期内公司经营性业务利润下降，整体盈利能力出现较大下滑**

2019 年公司营业总收入稳定增长，其中膜产品销售情况较为平稳，受益于工业膜在中型项目中的应用增多，板块收入稳中有增；受下游需求减弱影响，床垫销量下降，棕纤维业务收入同比下降 15.22%；此外，公司新增水处理业务，对收入形成一定贡献，但业务规模仍较小。2020 年一季度，肺炎疫情爆发导致下游工业企业延迟复工复产、房地产销售及门店经营停滞，对各板块订单均有一定影响，营业总收入同比大幅下降 33.28%。毛利率方面，2019 年公司所处行业竞争进一步加剧，获利空间受到压缩，膜产品和棕纤维产品毛利率分别下滑 7.21 和 6.13 个百分点，导致公司整体盈利能力明显下降。2020 年一季度，由于商场关闭，床垫产品销售渠道以线上为主，较低的价格使得毛利率继续呈下降态势；但膜产品毛利水平大幅回升，主要系收紧促销政策使得平均单价提升以及加强管理使得报废率下降所致，带动公司营业毛利率较上年有所提高。

表 4：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
膜产品	6.21	6.61	6.68	0.44
棕纤维产品	4.31	4.27	3.62	0.41
净水设备产品	0.16	0.01	--	--
环保工程	--	--	0.88	0.18
其他业务	0.15	0.16	0.19	0.03
<b>营业总收入</b>	<b>10.83</b>	<b>11.05</b>	<b>11.37</b>	<b>1.53</b>

毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
膜产品	47.14	44.31	37.10	54.10
棕纤维产品	35.02	34.60	28.47	24.54
<b>营业毛利率</b>	<b>41.47</b>	<b>40.14</b>	<b>32.59</b>	<b>35.23</b>

资料来源：公司提供

为控制成本，跟踪期内公司加强各项费用管控，2019年各项期间费用均同比减少，期间费用合计与期间费用率随之下行；2020年一季度，受益于借款减少，财务费用同比降低41.13%，期间费用仍呈下降态势，但由于收入大幅下跌，期间费用率大幅上升且处于较高水平。

受利润空间缩窄影响，2019年经营性业务利润同比减少；同期公司出售天钢项目取得资产处置收益0.35亿元，对利润总额形成一定补充，但由于项目未按原计划完成验收，使得部分款项逾期，公司对该部分计提信用减值准备0.34亿元，在上述因素的影响下，利润总额有所下降。2020年一季度，收入大幅下滑叠加期间费用高企，公司经营性业务利润和利润总额均转负，盈利水平进一步弱化。由于2019年总资产及营业总收入均呈增长态势，利润总额的下行导致EBITDA利润率和总资产收益率进一步下滑，中诚信国际将对公司利润水平的提升及盈利能力的改善保持关注。

**表 5：近年来公司盈利能力相关指标（万元、%）**

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	30,491.08	31,456.15	28,505.03	5,706.24
期间费用率	28.16	28.46	25.08	37.32
经营性业务利润	14,172.13	12,957.65	10,156.21	-12.81
资产减值损失	-33.00	575.93	3,534.33	28.91
公允价值变动收益	-147.68	-450.02	597.70	--
投资收益	1,509.27	1,307.03	2,022.03	-110.28
营业外损益	-121.42	-100.42	-43.06	-104.07
资产处置收益	59.99	-25.32	3,471.83	1.62
利润总额	15,505.28	13,113.00	12,670.36	-254.45
EBITDA 利润率	21.20	20.22	18.87	--
总资产收益率	9.67	8.41	7.49	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 资产和权益规模稳步上升，同时债务规模整体下行，财务杠杆比率处于良好水平，短期债务压力不大

随着合并报表范围的增加，2019年末总资产呈增长趋势；其中由于出售海通证券股票以及天钢项目的处置，可供出售金融资产和其他非流动资产均大幅减少，造成当期末非流动资产和流动资产规模此消彼长，非流动资产占比降至52.80%。流动资产方面，受益于经营获现能力的提升以及出售权益投资工具，货币资金保持稳定增加，2019年末受限部分为1.34亿元；由于膜业务中工业膜销售比重上升且其回款周期较长，应收账款同比有所增加，账期仍以一年以内为主，当期末累计计提资产减值准备0.08亿元；此外，2019年公司处置天钢项目款暂未收回使得其他应收款大幅增加，中诚信国际将对其回收情况保持关注。截至2020年3月末，受益于销售回款情况良好，应收账款有所下降，但存货规模明显上升，主要系疫情影响项目验收、产品销售以及公司为后续生产加大储备所致。

跟踪期内负债总额呈下行态势，主要系2019年偿还控股股东中车产业投资有限公司（以下简称“中车产投”）2.00亿元资金拆借款带动其他应付款大幅下降所致；当期公司加大赊购比例，应付账款及应付票据均较上年末有所增长。负债主要以有息债务为主，2019年以来债务规模随应付票据的变化而有所波动；截至2020年3月末，短期债务占比降至23.48%，债务期限结构较优，短期偿债压力可控。

受益于经营利润的有效积累以及出售其他权益工具投资海通证券股票，未分配利润有所增加，带动所有者权益规模稳中有升，加之负债规模缩小，资产负债率和总资本化比率呈连续下降态势，财务杠杆水平合理。但同时，中诚信国际注意到，2019年公司分红金额为0.32亿元，占归属于上市公司普通股股东的净利润比例由上年的14.38%升至35.20%，对收益留存造成一定影响。

**表 6：近年来公司主要资产负债情况（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	2.58	2.66	3.82	3.57

置收益由其他综合收益转入留存收益。

<sup>2</sup> 按照新金融工具准则，海通证券股票投资为按公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产，出售后累计公允价值变动收益及处

其他应收款	0.06	0.11	1.97	1.99
应收账款	0.38	1.33	1.73	0.91
存货	1.08	1.13	1.50	2.60
可供出售金融资产	5.04	4.36	3.20	3.23
固定资产	5.12	4.82	5.79	5.67
其他非流动资产	0.09	1.41	0.21	0.24
应付票据	0.31	0.35	1.19	0.59
应付账款	1.18	1.40	1.56	1.90
其他应付款	2.46	2.25	0.30	0.32
未分配利润	2.78	3.40	6.07	6.05
少数股东权益	1.22	1.22	1.65	1.64
资产负债率	46.70	51.32	42.30	41.57
总资本化比率	16.26	31.93	31.22	28.49

注：中诚信国际分析时将 2019 年公司财务报表中的其他权益工具投资调整至可供出售金融资产。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2019 年公司经营获现能力提升，同时融资需求降低，整体偿债能力良好

2019 年以来，受益于时代沃顿加大票据使用力度以及销售规模的小幅增长，公司销售回款好转，经营获现能力有所改善；同期，公司出售所持海通证券股票，投资活动净现金流转正；同时当期由于归还中车产投 2.00 亿元借款，筹资活动现金流大幅流出。2020 年一季度，虽然疫情导致销售规模缩减，但公司加强贷款催收力度的同时增加赊购比例，经营活动净现金流较同期增加；项目复工延迟影响，购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金减少，当期投资活动现金流负敞口收窄；筹资活动现金净流出规模较上年同期增加，主要系归还银行借款所致。

偿债能力方面，受益于经营获现能力的提升，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力明显好转；但由于公司每年均进行一定规模的分红，经调整的经营净现金流/总债务仍有待提升。受 EBITDA 同比下滑影响，2019 年其对债务本息的覆盖能力均出现弱化，但由于公司债务规模较小，上述偿债指标仍处于良好水平。此外，公司货币资金较为充裕，且能够完全覆盖短期债务，短期偿债压力较小。

**表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况**

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流（亿元）	1.16	0.18	0.74	0.55

投资活动净现金流（亿元）	-1.43	-1.41	2.00	-0.02
筹资活动净现金流（亿元）	-0.26	1.31	-2.65	-0.17
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.62	0.04	0.13	0.44*
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.01	0.61	2.44	--
总债务/EBITDA(X)	0.82	2.06	2.67	--
EBITDA 利息倍数(X)	11.86	7.42	7.02	--
(CFO-股利)/总债务 (%)	46.11	-5.73	3.96	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 资本市场融资渠道能为公司流动性提供一定支持，受限资产规模可控且不存在或有负债

截至 2020 年 3 月末，公司获得各家银行授信额度合计 2.70 亿元，其中未使用授信余额为 2.39 亿元；同时作为 A 股上市公司，公司无股权质押情况，在资本市场拥有较为畅通的权益融资渠道，具有一定备用流动性。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产总额 2.34 亿元，包括用于抵押贷款的固定资产 1.61 亿元和以银行承兑汇票保证金为主的受限货币资金 0.73 亿元，占同期末总资产的 10.86%，比重较低。此外，同期末公司不存在对外担保及未决诉讼形成的或有负债。

**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 27 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

**公司是中车产投旗下上市平台，控股股东对其具有较强的支持意愿，随着混改的完成，支持能力亦有望加强**

公司隶属于中车产投下的新材料环保业务平台，且是其下属上市公司，战略地位较为重要，控股股东对其支持意愿较强；同时，中车产投陆续为公司提供成本较低的短期拆借资金，为公司扩大产能和业务规模提供资金周转。此外，2019 年 12 月，中车产投完成混合所有制改革，引入株洲市国有资产投资控股集团有限公司、中国国新资产管理有限

公司、上海奉新智能制造发展有限公司、上海国盛（集团）有限公司、工融金投一号（天津）股权投资合伙企业五家战略投资者，以增资扩股方式募集资金 34 亿元，资本实力显著增强，未来对公司的支持能力有望进一步增强。此外，公司持续获得来自贵州省和国家的各项补助，2017~2019 年收到并计入当期损益的政府补助分别为 0.24 亿元、0.15 亿元和 0.31 亿元。

为 **AAA**。

## 偿债保障措施

“17汇通01”和“18南方01”本息的到期兑付由中车集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中国中车集团有限公司为中国北方机车车辆工业集团公司与中国南车集团公司合并重组而成，是全球规模最大、品种最全、技术领先的轨道交通装备供应商。同时利用轨道交通装备的核心技术积极拓展新能源汽车、风电装备和高分子复合材料等国家战略性新兴产业，并开展类金融、物流和贸易等现代服务业。截至2020年3月末，中车集团实收资本为230.00亿元，其中100.00%股权为国务院国有资产监督管理委员会持有。

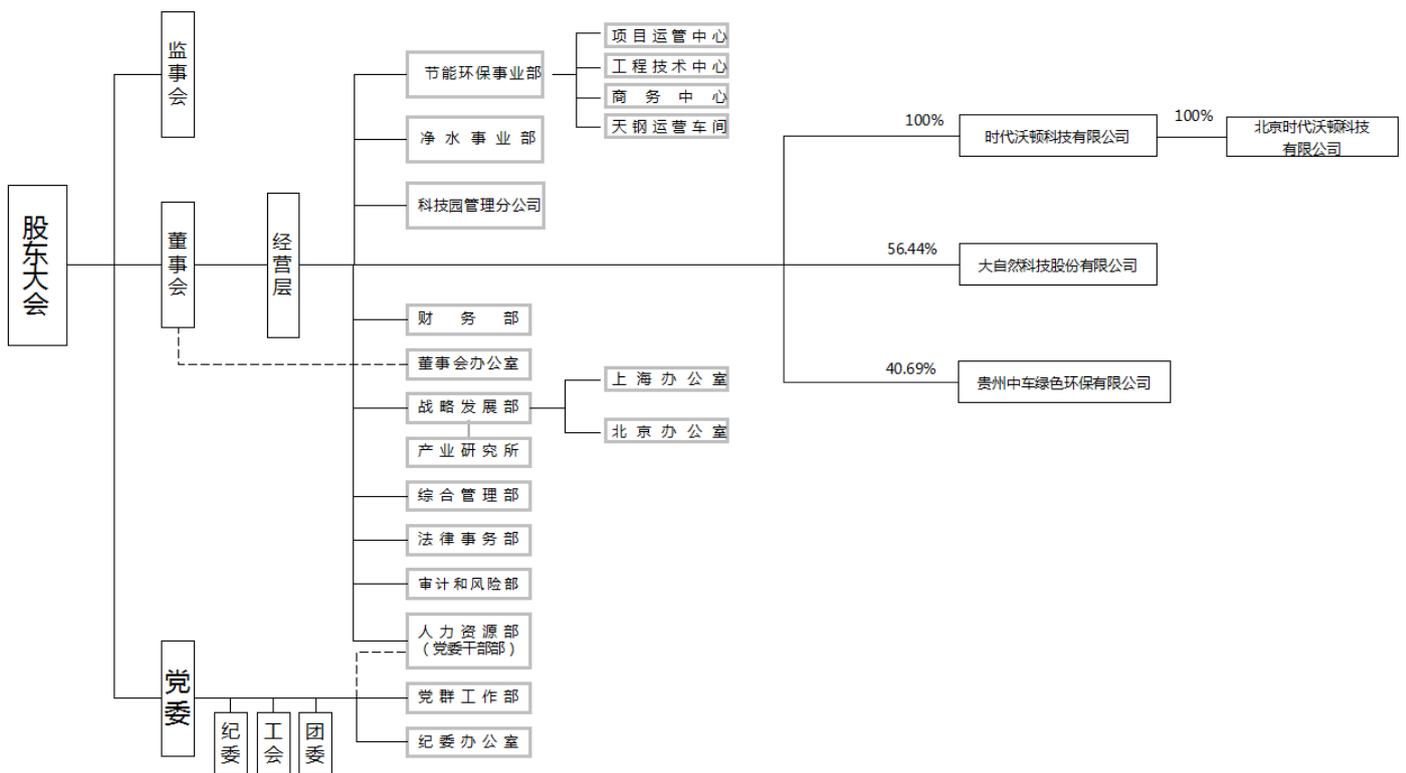
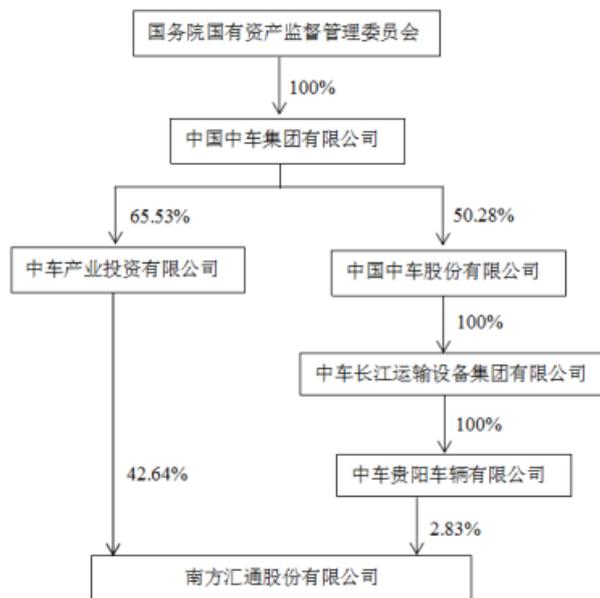
截至2019年末，中车集团总资产为4,304.98亿元，所有者权益为1,625.97亿元，资产负债率为62.23%；2019年中车集团实现营业总收入2,397.52亿元，净利润105.61亿元，经营活动净现金流163.68亿元。

综上所述，中诚信国际维持中国中车集团有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为中车集团极强的综合竞争实力、抗风险能力及偿债能力对“17汇通01”和“18南方01”的按期偿还提供了有力保障。

## 评级结论

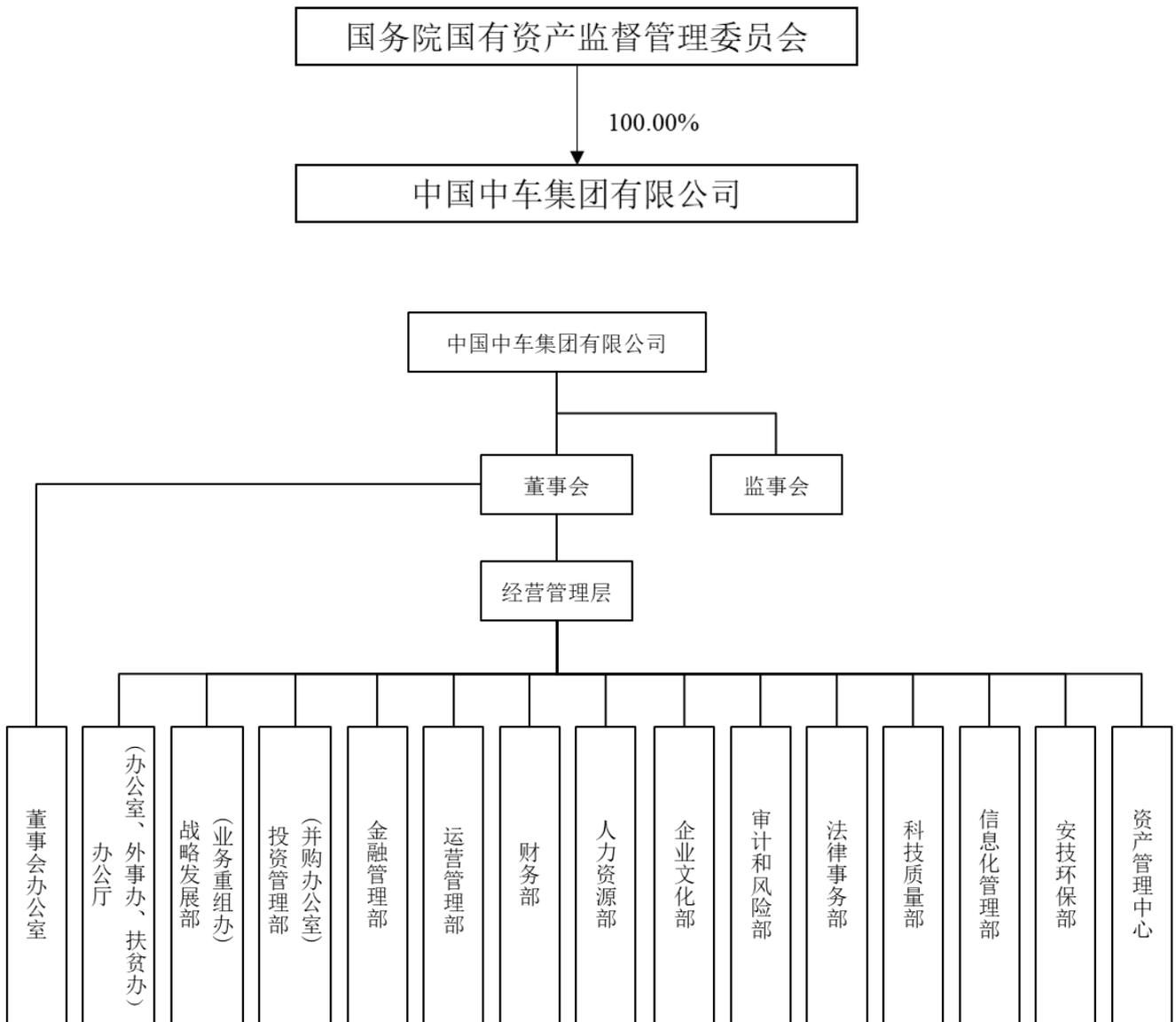
综上所述，中诚信国际维持南方汇通股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 汇通 01”和“18 南方 01”的债项信用等级

### 附一：南方汇通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：中国中车集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：中车集团提供

### 附三：南方汇通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	25,842.99	26,577.16	38,178.91	35,685.88
应收账款净额	3,845.23	13,304.04	17,272.00	9,053.52
其他应收款	561.25	1,098.95	19,716.20	19,938.08
存货净额	10,752.37	11,270.22	15,000.24	25,993.55
长期投资	56,727.23	51,527.82	33,892.47	34,053.64
固定资产	51,224.77	48,156.77	57,862.05	56,653.14
在建工程	3,844.45	7,932.58	3,153.13	3,372.18
无形资产	9,929.83	7,785.41	8,156.07	8,077.29
总资产	181,864.99	201,603.06	218,308.24	215,501.65
其他应付款	24,645.13	22,462.39	5,067.80	4,816.63
短期债务	8,908.10	7,722.54	18,777.35	11,780.66
长期债务	9,920.56	38,300.25	38,394.13	38,394.13
总债务	18,828.66	46,022.80	57,171.48	50,174.79
净债务	-7,014.33	19,445.63	18,992.57	14,488.91
总负债	84,925.44	103,471.70	92,334.42	89,585.86
费用化利息支出	1,935.19	3,013.08	3,052.75	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	96,939.55	98,131.37	125,973.81	125,915.79
营业总收入	108,284.08	110,511.44	113,656.75	15,288.16
经营性业务利润	14,172.13	12,957.65	10,156.21	-12.81
投资收益	1,509.27	1,307.03	2,022.03	-110.28
净利润	12,702.33	10,442.64	10,804.06	-400.78
EBIT	17,440.48	16,126.07	15,723.11	--
EBITDA	22,960.89	22,347.64	21,444.13	--
经营活动产生现金净流量	11,632.16	1,842.54	7,440.39	5,486.86
投资活动产生现金净流量	-14,296.83	-14,129.67	19,965.36	-165.29
筹资活动产生现金净流量	-2,622.73	13,135.41	-26,511.80	-1,694.85
资本支出	5,827.32	11,484.89	15,885.10	169.34
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	41.47	40.14	32.59	35.23
期间费用率(%)	28.16	28.46	25.08	37.32
EBITDA 利润率(%)	21.20	20.22	18.87	--
总资产收益率(%)	9.67	8.41	7.49	--
净资产收益率(%)	13.58	10.71	9.64	-1.27*
流动比率(X)	0.89	1.22	2.26	2.37
速动比率(X)	0.69	1.00	1.93	1.76
存货周转率(X)	5.44	6.01	5.83	1.93*
应收账款周转率(X)	30.02	12.89	7.43	4.65*
资产负债率(%)	46.70	51.32	42.30	41.57
总资本化比率(%)	16.26	31.93	31.22	28.49
短期债务/总债务(%)	47.31	16.78	32.84	23.48
经营活动净现金流/总债务(X)	0.62	0.04	0.13	0.44*
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.31	0.24	0.40	1.86*
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.01	0.61	2.44	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	46.11	-5.73	3.96	--
总债务/EBITDA(X)	0.82	2.06	2.67	--
EBITDA/短期债务(X)	2.58	2.89	1.14	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	11.86	7.42	7.02	--
EBIT 利息保障倍数(X)	9.01	5.35	5.15	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；3、带\*指标已经年化处理。

## 附四：中国中车集团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
货币资金	6,318,449.45	4,094,970.30	4,778,465.24
应收账款净额	8,042,615.50	6,791,231.18	7,644,236.90
其他应收款	652,355.79	591,046.64	337,385.21
存货净额	6,377,355.67	7,954,443.42	8,623,065.55
长期投资	2,094,472.86	2,749,678.91	3,005,452.44
固定资产	6,071,783.80	6,135,932.73	6,338,345.25
在建工程	908,039.11	1,044,744.55	1,044,165.66
无形资产	1,819,095.02	1,817,697.87	1,920,654.50
总资产	40,528,703.45	39,847,344.98	43,049,762.03
其他应付款	1,153,437.32	1,273,216.78	1,352,109.20
短期债务	6,366,496.82	5,309,804.22	6,285,417.53
长期债务	3,369,703.36	2,565,877.96	2,114,778.97
总债务	9,736,200.18	7,875,682.18	8,400,196.50
净债务	3,417,750.73	3,780,711.88	3,621,731.26
总负债	26,404,505.42	24,771,987.44	26,790,037.90
费用化利息支出	207,924.52	262,159.50	210,939.43
资本化利息支出	47,659.49	32,530.53	18,660.35
所有者权益合计	14,124,198.04	15,075,357.54	16,259,724.13
营业总收入	21,693,414.01	22,935,095.17	23,975,206.44
经营性业务利润	1,393,984.62	1,196,819.33	1,594,993.36
投资收益	111,662.42	112,916.21	151,099.12
净利润	1,071,467.11	960,529.42	1,056,131.48
EBIT	1,508,051.64	1,463,216.18	1,546,089.39
EBITDA	2,180,022.18	2,166,798.88	2,310,003.16
经营活动产生现金净流量	1,772,422.91	1,867,333.36	1,636,811.14
投资活动产生现金净流量	-915,100.16	-1,277,098.55	-758,034.07
筹资活动产生现金净流量	1,249,732.98	-2,302,720.01	-355,379.76
资本支出	897,528.48	996,646.10	927,964.18
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	22.76	22.20	22.93
期间费用率(%)	15.70	16.52	16.03
EBITDA 利润率(%)	10.05	9.45	9.63
总资产收益率(%)	3.95	3.64	3.73
净资产收益率(%)	7.95	6.58	6.74
流动比率(X)	1.27	1.21	1.19
速动比率(X)	0.98	0.82	0.81
存货周转率(X)	2.64	2.49	2.23
应收账款周转率(X)	2.80	3.09	3.22
资产负债率(%)	65.15	62.17	62.23
总资本化比率(%)	40.80	34.32	34.06
短期债务/总债务(%)	65.39	67.42	74.82
经营活动净现金流/总债务(X)	0.18	0.24	0.19
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.28	0.35	0.26
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.93	6.34	7.13
经调整的经营净现金流/总债务(%)	11.73	15.86	12.61
总债务/EBITDA(X)	4.47	3.63	3.64
EBITDA/短期债务(X)	0.34	0.41	0.37
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.53	7.35	10.06
EBIT 利息保障倍数(X)	5.90	4.97	6.73

注：1、中诚信国际分析时将中车集团计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务，将2017~2018年长期应付款中的应付融资租赁款调整至长期债务；2、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将使用权资产计入无形资产，将应收款项融资计入应收账款。

## 附五：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/交易性金融资产+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+租赁负债+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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（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
	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）
偿债能力	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=股权投资+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”。

## 附六：信用等级的符号及定义

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。