



西王集团有限公司

2017 年度第二期短期融资券信用评级报告

大公报 D【2017】1084 号（债）

信用等级：A-1

发债主体：西王集团有限公司
注册总额：18 亿元
本期发债额度：8 亿元
本期债券期限：365 天
偿还方式：到期一次还本付息
发行目的：偿还有息负债

评级观点

西王集团有限公司（以下简称“西王集团”或“公司”）主要从事玉米深加工、钢铁加工及与两大主业相关的贸易业务，2016 年新增运动营养和健康食品业务。评级结果反映了玉米油和淀粉糖具有较好的市场前景，公司玉米深加工产业链完善且原材料利用率高，公司是国内最大的淀粉糖生产企业，与科研院所的战略合作有助于提升钢铁产品未来市场竞争力及多元化经营可提高盈利能力等有利因素；同时也反映了钢铁行业产能过剩，公司债务负担较重，对外担保企业齐星集团有限公司（以下简称“齐星集团”）已因经营困难进入破产重整流程，公司对其担保金额很大，面临很大的代偿风险等不利因素。综合分析，公司能够对本期融资券的偿还提供很强的保障。

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017.6	2016	2015	2014
货币资金	18.76	34.47	26.97	13.54
总资产	466.52	477.72	379.82	343.07
所有者权益	168.77	166.97	145.03	132.68
营业收入	178.53	305.05	272.59	267.77
利润总额	5.79	6.05	5.26	12.79
经营性净现金流	12.47	10.29	13.04	26.54
资产负债率 (%)	63.82	65.05	61.82	61.33
速动比率 (倍)	0.65	0.75	0.53	0.39
毛利率 (%)	13.67	11.29	9.82	11.10
净资产收益率 (%)	1.93	2.18	2.91	7.72
应收账款周转天数 (天)	9.63	8.63	7.35	7.74
存货周转天数 (天)	48.93	44.64	45.27	48.43
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.49	0.72	1.05	2.10
经营性净现金流/流动负债 (%)	8.14	6.54	8.03	16.43

注：2017 年 6 月财务数据未经审计。

有利因素

- 随着居民生活水平的提升，国内对玉米油和淀粉糖的需求将逐步增长，玉米油和淀粉糖将具有较好的市场前景；
- 公司已形成较完善的玉米深加工产业链，产品丰富，原材料利用率高；
- 公司是国内最大的淀粉糖生产企业，主要产品市场占有率较高；
- 公司与科研院所开展战略合作，同时具备长短流程生产线，有助于提升钢铁产品未来的市场竞争力；
- 2016 年，公司完成 Kerr Investment Holding Corp. 并购，新增运动营养和健康食品业务，提升了公司的盈利能力。

不利因素

- 钢铁行业持续面临去产能的政策调整，钢材价格持续上涨承压；
- 2014~2016 年末，公司负债规模持续扩大，债务压力加大，且流动比率和速动比率偏低，流动资产对流动负债的保障程度不高；

评级小组负责人：吴洁洁
评级小组成员：周洋 刘银玲
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email : rating@dagongcredit.com



- 2017年8月1日，邹平县人民法院立案受理齐星集团及其部分关联公司破产重整案件，西王集团对齐星集团提供的29.07亿元担保面临很大代偿风险，但由于齐星集团具体破产重整方案暂未确定，西王集团未来担保代偿金额尚无法有效估计，西王集团未来是否有足够的偿债来源用以应对担保代偿责任存在很大不确定性。

大公国际资信评估有限公司
二〇一七年十月十二日

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。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

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、准确性、完整性和及时性不作任何明示、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本期融资券到期兑付日有效，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。



发债情况

本期融资券概况

西王集团已于 2017 年 7 月在银行间市场交易商协会注册了总额为 18 亿元的短期融资券，分期发行，其中第一期 10 亿元人民币已于 2017 年 8 月发行完毕，本期为第二期(2017 年度第二期)，发行金额 8 亿元人民币，发行期限为 365 天。融资券面值 100 元，采用集中簿记建档、集中配售发行方式，到期一次性还本付息。本期短期融资券无担保。

募集资金用途

本期短期融资券募集的资金将用于偿还有息负债。

发债主体信用

西王集团总部位于山东省邹平县韩店镇西王村，前身为邹平西王福利油棉厂，于 1986 年成立，初始投资 40 万元，其中自然人王勇以货币资金出资 20 万元，自然人宁立江、王明鹤、王刚和王呈青分别以货币资金出资 5 万元。1992 年 11 月，韩店镇西王村村民委员会以邹平西王福利油棉厂、西王建材门市部等 8 家企业为主体组建邹平县西王实业总公司，注册资本为 4,100 万元。1996 年 3 月，山东省经济体制改革委员会批复以西王实业总公司为母公司，组建山东西王集团公司，注册资本为 11,072 万元。2001 年 4 月，公司改制为有限责任公司，其中邹平县韩店镇西王村村民委员会占注册资本的 10.84%，山东西王集团公司职工持股会占注册资本的 89.16%。2007 年 5 月，公司名称变更为现用名。同时，经过多次增资、股权变更，截至 2017 年 6 月末，公司注册资本为 20 亿元，股东为 21 个自然人，其中王勇持股 69.15%，为公司实际控制人，其余股份由王棣、王明鹤、王刚等 20 人持有。

公司主要从事玉米深加工、钢铁加工及与两大主业相关的贸易业务，是我国大型玉米深加工企业之一，最大的淀粉糖生产企业，具备 300 万吨/年玉米加工能力和 330 万吨/年钢铁加工能力；2016 年新增运动营养和健康食品业务。截至 2017 年 6 月末，共有 54 家公司纳入合并报表范围。控股子公司中包括 3 家上市公司，即西王食品股份有限公司（以下简称“西王食品”，股票代码 000639.SZ）、西王置业控股有限公司（以下简称“西王置业”，股票代码 2088.HK）和西王特钢有限公司（以下简称“西王特钢”，股票代码 1266.HK）。

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2017 年 8 月 29 日，公司本部有 2 笔关注类贷款记录、4.04 亿元关注类对外担保记录和 4.50 亿元不良类对外担保记录。根据公司提供的相关说明，其中一笔关注类贷款为农业银行系统升级原因造成，另一笔在交通银行济南分行发生，由于该记录发生在 2006 年，公司与交



通银行济南分行已无业务联系，因此无法出具相关说明；不良和关注类对外担保记录，为南金兆集团有限公司（以下简称“南金兆集团”）盈利能力下滑，相关担保款项列入不良类，以及齐星集团担保款项逾期所致。截至本报告出具日，公司在债券市场公开发行的各类债务融资工具到期本息均按期兑付。

我国是食用油消费第一大国，随居民生活水平及健康意识的提高，国内对玉米油等健康油的需求预计会快速增长，玉米油面临较大的市场空间，但玉米油市场集中度高，竞争激烈。淀粉糖方面，我国食糖的生产和消费长期以来以蔗糖为主，淀粉糖为补充。随着居民生活水平的提升，我国食糖消费量持续增长，但蔗糖受制于种植面积、气候条件等因素影响，产量难以有较大提升，导致近年来食糖供给缺口加大，淀粉糖作为蔗糖的替代品，具有较好的市场前景。

受经济增速放缓及结构调整影响，近年来国内钢铁下游需求疲软，行业景气度下降。受产业政策及市场供需影响，2016年以来钢材价格普遍上涨，行业盈利能力增强，但钢铁行业产能过剩的基本面尚未改变，预计未来钢材价格持续上涨的支撑不足，“去产能”在未来几年仍将是钢铁行业的一项重点工作，“去产能”的持续推进加大了部分钢铁企业的经营风险，同时也将优化钢铁产业的发展环境。

公司主要从事玉米深加工和钢铁加工业务，同时围绕两大主业开展多元化经营，发展贸易、金融服务、物业开发等产业。2016年10月，公司完成 Kerr Investment Holding Corp.（以下简称“Kerr公司”）的并购，新增运动营养和健康食品业务，其对公司收入和毛利润的贡献在2017年上半年大幅提升。目前，玉米深加工、钢铁加工、运动营养和健康食品业务是公司毛利润的主要来源。

公司玉米深加工板块主要包括玉米油和淀粉糖两大类产品，2014年以来，玉米深加工业务收入和毛利润逐年增长，毛利率相对稳定。公司地处玉米产地，所属仓库被设为吉林玉米中心批发市场有限公司玉米交割库，有助于保障公司原材料供给的稳定性和降低成本。公司已经形成较为完善的玉米深加工产业链，可生产玉米油、高蛋白饲料、结晶葡萄糖、结晶果糖和葡萄糖酸钠等多种产品，通过构建循环经济产业链，公司生产过程中原料总利用率高达99%以上，产品总回收率达到97.50%以上。玉米油方面，公司玉米油生产已实现全产业链控制，为提高产品品质提供了保障，目前玉米油有小包装和散油两种销售方式，受益于公司调整经销商结构以及品牌影响力的提升，近年来小包装玉米油销量逐年增长；淀粉糖方面，公司是全国最大的淀粉糖生产企业，其中结晶葡萄糖市场占有率较高，约占国内市场的50%。

公司钢铁加工主要产品分为普钢和特钢，目前以普钢为主。2014年以来，公司钢铁加工收入、毛利润及毛利率波动均较大，主要是受市场供需、产品价格和公司生产模式转变多重因素共同影响所致。2016年以来，受产业政策、市场供需等因素影响，钢材价格普遍上涨，带



动公司钢铁加工业务盈利能力大幅改善。2016年，公司钢铁加工业务收入同比增长8.15%，毛利润同比增长101.01%，毛利率为17.53%，同比提高8.10个百分点；2017年1~6月，公司钢铁加工业务收入同比增长71.03%，毛利润同比增长59.17%，毛利率为16.89%。公司钢铁加工业务生产设备和技术较先进，同时具备长短流程生产线，既可发挥长流程高效率、低成本的优势，又具有短流程生产高品质优特钢的优势。此外，公司与中科院金属研究所开展战略合作，开发高端装备用特殊钢，提升了钢铁业务的市场竞争力。

2016年10月，西王食品完成Kerr公司80%股权收购，此次收购将加快公司的国际化进程；2017年上半年，运动营养和健康食品业务毛利润占公司毛利润的比重大幅提高，成为公司利润的主要来源之一。2016年11~12月和2017年1~6月，公司运动营养和健康食品业务分别实现收入5.48亿元和16.65亿元，实现毛利润2.22亿元和7.28亿元，毛利率在40%以上。2017年1~6月，运动营养和健康食品业务毛利润占公司毛利润的29.84%。

公司贸易业务主要是围绕两大主业开展，贸易品种主要是玉米深加工和钢铁加工的大宗原材料。2014~2016年，公司贸易业务收入逐年增长，但毛利率水平有所波动。2016年，公司贸易业务收入为111.82亿元，同比增长24.52%，但由于铁矿石价格波动上涨，加大了业务操作难度，导致其毛利率水平同比下降，并导致公司整体贸易毛利率同比下降0.77个百分点；2017年1~6月，公司贸易业务收入为56.35亿元，同比下降1.92%，毛利润为0.84亿元，同比下降25.68%，毛利率为1.49%，同比下降0.48个百分点。

公司物业开发业务收入规模较小，2015年以来规模逐年缩减；受宏观经济及自身发展策略调整因素影响，公司物业开发业务未来经营的持续性存在不确定性。

截至2017年6月末，公司主要在建项目为15万吨锻件项目，预算金额为11.60亿元，已投入9.87亿元，2017年下半年预计投资1.73亿元，项目包括对1号电炉的技术改造，增加锻件设备、热处理设施和机械加工设备。

公司是我国大型玉米深加工企业之一，玉米油和淀粉糖的生产规模较大，市场地位较高，盈利能力较为稳定；公司钢铁加工业务采用长、短流程相结合的生产工艺，生产技术水平较高，并强化向具有高附加值的特种钢转型，竞争力持续提升，同时公司围绕主业开展多元化经营，2016年新增运动营养和健康食品业务，并依托主业持续扩大贸易业务，推动智慧物流、金融服务等业务发展，提高了公司的盈利能力。但公司债务规模快速增长，不断加重的债务负担影响了可用偿债来源对西王集团整体债务的保障程度。此外，公司对外担保规模很高，被担保方齐星集团已进入破产重整流程，公司大额对外担保面临很大的代偿风险，但具体代偿金额及西王集团是否能够承担担保代偿



责任存在很大的不确定性。综合分析，大公对西王集团 2017 年度企业信用等级评定为 AA+。

预计未来 1~2 年，公司玉米深加工、钢铁加工两大主业将保持稳定，运动营养与健康食品业务对盈利的贡献将逐步提升，但债务负担预计会继续加大，对外担保款项的代偿风险尚存在很大不确定性。因此，大公对西王集团的评级展望为负面。

注：发债主体的信用状况是评价短期融资券发行信用风险的基础，本部分观点详见《西王集团有限公司 2017 年度企业信用评级报告》。

资本结构

2014~2016 年末，公司债务规模持续扩大，债务负担加重；由于公司主动调整债务结构，短期有息债务占总债务比重逐年降低；公司流动比率和速动比率偏低，流动资产对流动负债的保障程度不高

2014~2016 年末，公司负债规模持续扩大，主要是公司经营规模扩大所需资金随之增加，及并购 Kerr 公司导致贷款增加所致；2017 年 6 月末，由于应付债券较 2016 年末减少，导致公司负债较 2016 年末略有下滑；公司债务结构逐渐趋于均衡，2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司流动负债占比分别为 78.26%、68.27%、49.69%和 51.03%。

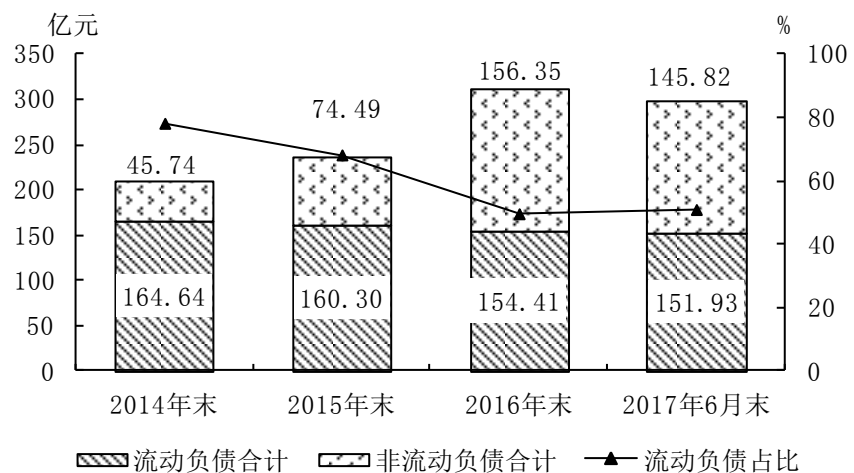


图 1 2014~2016 年末及 2017 年 6 月末公司负债构成情况

公司流动负债以短期借款、其他流动负债、应付票据和应付账款为主，2016 年末上述四项合计占流动负债的比重为 89.05%。

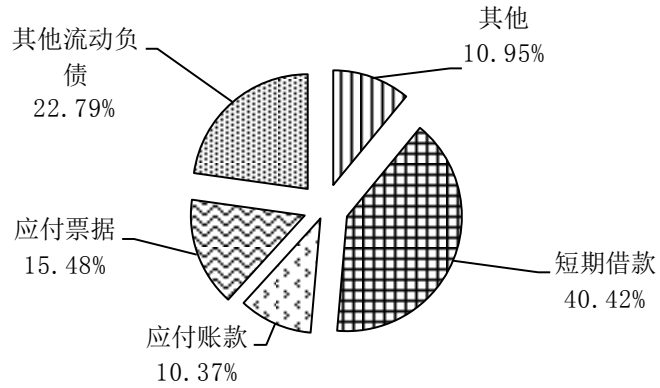


图2 2016年末公司流动负债构成情况

2014~2016年末,公司短期借款有所波动。2015年末,公司短期借款为41.45亿元,同比下降34.99%,主要是偿还到期借款所致。2016年末,公司短期借款为62.41亿元,同比增长50.57%,主要是随公司经营规模扩大,营运资金需求随之增加,以及收购Kerr公司时增加贷款所致,短期借款主要为保证借款,占短期借款的91.08%。2017年6月末,公司短期借款为61.29亿元,与2016年末相比变化不大。

2014~2016年末,公司其他流动负债波动较大,其他流动负债主要为公司发行的短期融资债券和超短期融资债券。2015年末,公司其他流动负债为69.60亿元,同比增长152.17%,主要是2015年公司发行多期短期融资券和超短期融资券所致。2016年末,公司其他流动负债为35.19亿元,同比下降49.45%,主要是短期融资券减少14.60亿元,超短期融资券减少20亿元所致。2017年6月末,公司其他流动负债为45.25亿元,较2016年末增长28.60%,主要是2017年上半年发行两期超短融资券共20.00亿元所致。

2014~2016年末,公司应付票据略有波动,总体保持稳定。2017年6月末,公司应付票据为16.65亿元,同比下降30.33%,主要是偿还到期银行承兑汇票所致。

2014~2016年末,公司应付账款波动较大,其中2015年应付账款为15.08亿元,同比下降43.25%,主要是偿还到期项目工程款及部分原料款所致。2017年6月末,公司应付账款为13.42亿元,较2016年末下降16.15%。

公司非流动负债主要是应付债券和长期借款。2014~2016年末,公司应付债券规模逐年大幅增长。2015年末,公司应付债券为60.60亿元,同比增加28.00亿元,主要是公司于2015年发行了两期中期票据和一期公司债所致。2016年末,公司应付债券为130.60亿元,同比增加70.00亿元,主要是新发行中长期公司债券所致,共发行6期公司债券募集资金70.00亿元。2017年6月末,公司应付债券为119.00亿元,较2016年末减少11.60亿元,主要是根据调整票面利率及回售



条款兑付“14西王MTN001”3.60亿元资金和兑付“14西王PPN001”8.00亿元到期债券所致。

2014~2016年末，公司长期借款有所波动，其中2016年长期借款为21.24亿元，同比增加12.07亿元，主要是用于Kerr公司的股权收购。2017年6月末，公司长期借款为22.36亿元，较2016年末增长5.28%，主要是增加吉林信托有限责任公司7.19亿元借款所致。

2014~2016年末，公司总有息债务逐年快速增长，其中短期有息债务规模有所波动，长期有息债务规模逐年增长，主要是公司主动调整债务结构所致；总有息债务占总负债的比重处于较高水平。2016年末，公司总有息债务同比大幅增长，主要是公司生产经营规模扩大及并购Kerr公司所需资金增加所致。2017年6月末，公司总有息债务为264.31亿元，较2016年末略有减少。

表1 2014~2016年末及2017年6月末公司总有息债务及其构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年6月末 ¹	2016年末	2015年末	2014年末
短期有息债务	150.94	121.64	133.24	120.98
长期有息债务	113.36	151.84	69.78	42.61
总有息债务	264.31	273.48	203.01	163.59
短期有息债务/总有息债务	57.11	44.48	65.63	73.95
总有息债务/总负债	88.76	88.00	86.47	77.76

截至2017年6月末，公司短期有息债务占总总有息债务的比重为57.11%，其中短期有息债务集中在2017年7月~2018年3月偿还，公司短期内面临一定的偿债压力。

表2 截至2017年6月末公司短期有息债务到期结构（单位：亿元、%）

到期日期	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	其它流动负债	合计	占比
2017年第三季度	6.28	10.17	0.00	30.00	46.46	30.78
2017年第四季度	21.92	4.27	0.00	15.00	41.18	27.29
2018年第一季度	17.25	1.00	18.00	0.00	46.25	30.64
2018年第二季度	15.84	1.21	10.00	0.00	17.05	11.30
合计	61.29	16.65	28.00	45.00	150.94	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2014~2016年末，由于有息债务大幅增长，公司资产负债率和债务资本比率均持续提高；由于非流动负债占总负债的比重提升，长期资产适合率亦持续提高；流动比率和速动比率呈增长趋势，但处于较低水平，流动资产对流动负债的保障程度较弱。2017年6月末，公司

¹ 根据2017年6月末资产负债表，公司于2018年1月10日到期的10亿元“13西王MTN1”、2018年3月7日到期的8亿元“13西王MTN2”，2018年5月11日到期的10亿元“15西王MTN001”，仍然计入“应付债券”，此处已将其调整至短期有息债务。



上述财务指标较 2016 年末均有所降低。

表 3 2014~2016 年末及 2017 年 6 月末公司部分财务指标

项目	2017 年 6 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
资产负债率 (%)	63.82	65.05	61.82	61.33
债务资本比率 (%)	61.03	62.09	58.33	55.22
长期资产适合率 (%)	97.52	99.94	82.49	72.69
流动比率 (倍)	0.95	1.00	0.71	0.59
速动比率 (倍)	0.65	0.75	0.53	0.39

2014~2016 年末及 2017 年 6 月末, 公司所有者权益不断增长, 分别为 132.68 亿元、145.03 亿元、166.97 亿元和 168.77 亿元, 其中归属于母公司所有者权益分别为 114.09 亿元、117.62 亿元、112.05 亿元和 111.43 亿元, 少数股东权益分别为 18.59 亿元、27.41 亿元、54.92 亿元和 57.34 亿元, 快速增长。

总体而言, 2014~2016 年末, 公司债务规模持续扩大, 债务负担加重; 由于公司主动调整债务结构, 短期有息债务占总利息债务比重逐年降低; 公司流动比率和速动比率偏低, 流动资产对流动负债的保障程度不高。

西王集团对齐星集团提供 29.07 亿元担保, 现齐星集团已进入破产重整流程, 具体方案暂未确定, 西王集团面临很大的代偿风险; 西王集团未来代偿金额及西王集团是否有能力承担担保代偿责任存在很大不确定性

截至 2017 年 9 月 19 日, 公司对外担保余额为 35.41 亿元, 其中 16.93 亿元已逾期。公司对齐星集团的担保余额为 29.07 亿元, 其中逾期余额为 16.63 亿元; 对邹平县供电公司的担保余额为 6.24 亿元, 其中逾期余额为 0.30 亿元; 对南金兆集团的担保余额为 0.10 亿元, 南金兆集团已全面停产, 该担保由南金兆集团、淄博宏达及段连文²的所有资产提供反担保。

齐星集团于 2017 年 3 月发生债务危机, 西王集团对其大额担保面临很大的代偿风险。西王集团原拟寻求外部资金支持, 一方面与中国信达资产管理股份有限公司山东分公司 (以下简称“信达资产山东分公司”) 达成初步意向, 拟向西王集团提供资金支持, 另一方面滨州市及邹平县政府主导召开齐星集团债权人会议, 要求债权人对齐星集团实施不抽贷、不压贷、不限贷的信贷政策, 积极推动齐星集团债务危机的化解。鉴于以上情况, 大公认认为西王集团对齐星集团的担保面临代偿风险, 西王集团在短期内无法准备充足的偿债来源来应对该风险, 因而于 2017 年 4 月 1 日将其纳入信用评级观察名单。

2017 年 4 月 5 日, 西王集团发布《关于西王集团有限公司对齐星

² 为南金兆集团的实际控制人。



集团有限公司全面托管经营事项的公告》称，2017年4月3日，西王集团在邹平县人民政府的主导下，与齐星集团、邹平县政府签署了《委托经营三方协议》，由西王集团对齐星集团及其关联企业的人、财、物等进行全面托管经营，托管期限为三个月。根据协议约定，托管前的全部债权债务属齐星集团所有，由债务延续产生的新的债务和费用仍由齐星集团承担；托管期间产生的收益和亏损归属齐星集团；托管期间西王集团负责筹集资金用于齐星集团的生产经营和管理，西王集团垫付的利息及投入齐星集团全部的资金亏损部分，在齐星集团进入破产重组程序后，债务清偿之前，全部优先受偿。

2017年7月3日，西王集团发布《关于西王集团有限公司对齐星集团托管事项的公告》称，2017年7月2日，西王集团已与邹平县政府及齐星集团签署《解除托管协议》，自托管日至2017年7月2日共垫付资金2.12亿元；邹平县政府出台《邹平县人民政府关于对西王集团托管齐星集团化解齐星集团债务的意见》，对托管结束后工作提出意见，一是齐星集团已资不抵债，要依法依规对齐星集团进行破产重整，二是托管期间西王集团投入的资金，在齐星集团进入破产重整程序后作为共益债务优先受偿，三是齐星集团进入破产重整程序后，采取多种方式解除西王集团与齐星集团的担保关系，支持西王集团发展。托管结束后，齐星集团提出破产重整申请，邹平县人民法院于2017年8月1日立案受理齐星集团及其部分关联公司的破产重整案件，涉及企业约26家。根据西王集团提供资料，截至本报告出具日，已有13家企业进入破产重整流程，破产重整方案尚未确定，破产重整流程处于债权申报阶段。此外，信达资产山东分公司向西王集团提供的10.49亿元借款已于2017年7月到账，期限24个月。

基于此，大公认认为，西王集团对齐星集团的大规模担保在未来很可能变成必将偿付的直接债务，西王集团的债务压力将大幅提高。但齐星集团破产重整方案尚未确定，其资产对债务的覆盖程度及西王集团需要承担的代偿金额暂无法有效估计，西王集团是否有切实有效的偿债来源来应对上述担保代偿责任存在很大的不确定性。

内部流动性

2014~2016年末，公司资产规模不断扩大，资产构成以非流动资产为主；由于偿还到期债券等原因，2017年6月末，公司货币资金大幅减少，资产规模较2016年末略有下滑；公司存货规模较大，存在一定的跌价风险；公司受限资产占总资产比重很低，资产流动性较好

2014~2016年末，随着公司经营规模扩大、在建项目投入增加及Kerr公司并购的完成，公司总资产规模持续增长；2017年6月末，由于货币资金较2016年末大幅减少，导致公司总资产较2016年末略有下滑；公司资产构成以非流动资产为主，2014~2016年末及2017年6月末，公司非流动资产占比分别为71.55%、70.06%、67.72%和69.15%。

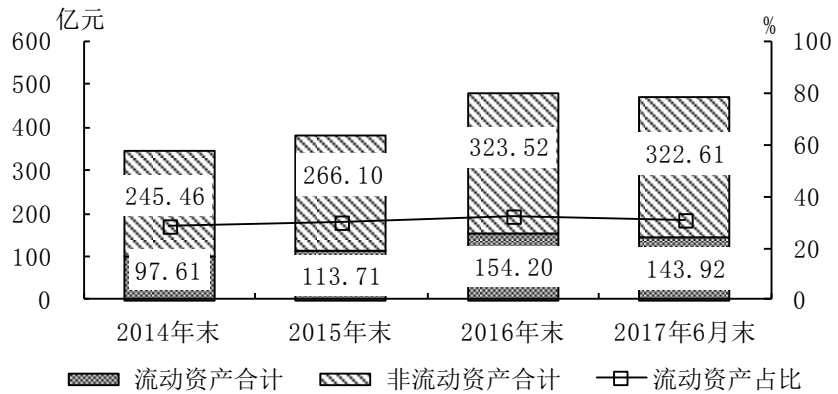


图3 2014~2016年末及2017年6月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由存货、应收票据、货币资金、预付款项、应收账款和其他应收款构成，2016年末上述六项合计占流动资产的比重为98.26%。

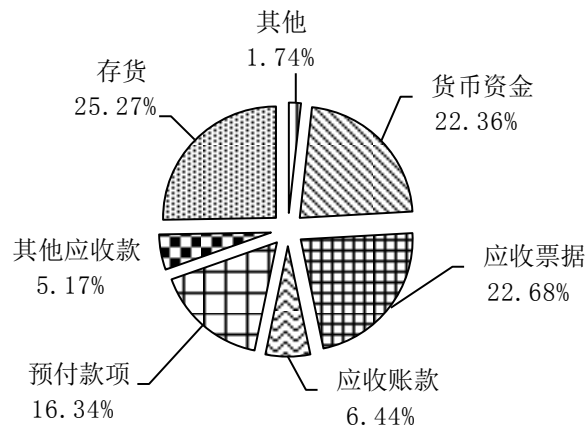


图4 2016年末公司流动资产构成情况

公司存货主要为库存商品和原材料，库存商品主要是公司生产的产成品，原材料主要是玉米、矿粉、胚芽及毛油等。2014~2016年末，公司存货有所波动。2015年末，公司存货为28.14亿元，同比下降16.44%，主要是原材料和开发产品减少所致。2016年末，公司存货为38.97亿元，同比增长38.46%，主要是公司加大原材料的储备量及收购Kerr公司后其存货纳入合并报表范围所致。2017年6月末，公司存货为44.82亿元，较2016年末增长15.02%，主要是随着生产规模扩大及产能利用率提升，库存商品及原材料增加所致。

2014~2016年末，公司应收票据逐年快速增长，主要是随着经营规模的扩大，销售商品收到的银行承兑汇票增加所致，其中2015年末应收票据为22.23亿元，同比增长63.92%，2016年末应收票据为34.97亿元，同比增长57.35%。2017年6月末，公司应收票据为29.61亿元，较2016年末下降15.33%，主要是用应收票据支付原材料款项所致。



2014~2016年末,公司货币资金³持续增长。2015年末,公司货币资金为26.97亿元,同比大幅增长99.14%,主要是销售商品收到的货款及发行债券尚未使用额度增加所致。2016年末,公司货币资金为34.47亿元,同比增长27.84%,其中银行存款占比为92.49%,其他货币资金为2.58亿元,为受限的保证金。2017年6月末,公司货币资金为18.76亿元,较2016年末下降45.58%,主要是偿还到期债券及增加原材料采购量等原因所致。

2014~2016年末,公司预付款项逐年增长,主要是随着经营规模扩大,原材料采购量增加,相应的预付款随之增加所致,其中2015年末预付款项为21.23亿元,同比增长4.05%;2016年末预付款项为25.20亿元,同比增长18.67%。2017年6月末,公司预付款为29.35亿元,较2016年末增长16.49%,主要为1年以内和1~2年款项,其中金额最大的预付单位为山东西王玉米购销有限公司,金额为2.97亿元。

2014~2016年末,公司应收账款波动较大,其中2016年应收账款为9.93亿元,同比增长111.96%,主要是公司玉米油销售量增加导致应收账款随之增长,以及收购kerr公司股权后其应收账款纳入合并报表范围所致,账龄在1年以内的款项占比为93.06%。2017年6月末,公司应收账款为9.17亿元,较2016年末下降7.73%。

2014~2016年末,公司其他应收账款有所波动,但相对稳定,主要由外部单位借款、政府借款、备用金等构成。2017年6月末,公司其他应收账款为9.57亿元,较2016年末增长19.95%,主要是因托管齐星集团形成1.93亿元垫付资金所致。

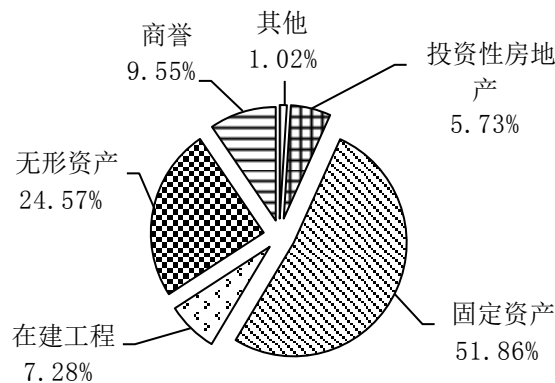


图5 2016年末公司非流动资产构成情况

公司非流动资产主要是由固定资产、无形资产、商誉、在建工程和投资性房地产构成,2016年末上述五项合计占非流动资产的比重为98.98%。

2014~2016年末,公司固定资产逐年增加,主要是电炉配套设施、

³ 公司货币资金为剔除应付票据保证金后数据,同时财务报表中应付票据金额为应付票据的净额。



煤气循环综合利用、原料厂改造、富余煤气发电等项目逐步完工并转固所致，其中 2015 年末固定资产为 153.62 亿元，同比增长 13.98%，2016 年末固定资产为 167.78 亿元，同比增长 9.22%。2017 年 6 月末，公司固定资产为 166.05 亿元，与 2016 年末相比变化不大。

2014~2016 年末，公司无形资产有所波动，其中 2016 年末无形资产为 79.48 亿元，同比增长 13.56%，主要是收购 Kerr 公司股权导致公司商标权和客户关系增加所致。2017 年 6 月末，公司无形资产为 78.36 亿元，与 2016 年末相比变化不大。

2014~2016 年末，公司商誉波动较大，主要是 2016 年收购 Kerr 公司导致商誉大幅增加所致。2016 年末，公司商誉为 30.89 亿元，同比增长 371.24%，商誉增加额由收购 Kerr 公司的收购价值与取得的可辨认净资产公允价值的差额形成。2017 年 6 月末，公司商誉与 2016 年末相比未发生变化。

2014~2016 年末，公司在建工程逐年增长。2015 年末，公司在建工程为 16.56 亿元，同比增长 42.37%，主要是 15 万吨锻件项目、智慧物流和石灰窑二期项目投资增加所致。2016 年末，公司在建工程为 23.54 亿元，同比增长 42.19%，主要是 15 万吨锻件等投资增加所致。2017 年 6 月末，公司在建工程为 25.48 亿元，较 2016 年末增长 8.23%。

2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司投资性房地产较为稳定，投资性房地产为公司按照持有意图将土地使用权转换为投资性房地产用于出租形成的资产。

截至 2017 年 6 月末，公司受限资产为 1.95 亿元，占总资产的比重为 0.42%，占净资产的比重为 1.15%，受限资产为受限的货币资金。截至 2017 年 9 月 30 日，公司持有西王食品 27,939 万股股份（其中直接持有 16,341 万股股份，间接持有 11,598 万股股份），占西王食品总股本的 61.47%，其中 99.79%处于质押状态；间接持有西王置业 81,090 万股普通股和 67,834 股可换股优先股，分别占西王置业普通股总股数的 65.57%和可换股优先股总股数的 99.81%，持有股份全部处于质押状态。

2014~2016 年，公司存货周转天数分别为 48.43 天、45.27 天和 44.64 天；应收账款周转天数分别为 7.74 天、7.35 天和 8.63 天，存货和应收账款周转效率均比较稳定。2017 年 1~6 月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 48.93 天和 9.63 天。

综合来看，2014~2016 年末，公司资产规模不断扩大，资产构成以非流动资产为主；由于偿还到期债券等原因，2017 年 6 月末，公司货币资金大幅减少，资产规模较 2016 年末略有下滑；公司存货规模较大，存在一定的跌价风险；公司受限资产占总资产比重很低，资产流动性较好。



2014年以来，公司营业收入逐年增长，但毛利率有所波动；受钢铁加工业务盈利能力不稳定，非经常性损益波动及运动营养和健康食品业务规模扩大等因素影响，公司利润总额出现较大波动；受非经常性损益波动及财务费用增长等因素影响，归属母公司所有者的净利润波动较大

2014~2016年，公司营业收入逐年增长，但毛利率有所波动，主要是受钢铁加工及贸易业务毛利率波动影响。2016年，由于钢材价格的大幅提高带动钢铁加工毛利率大幅提升及新增的运动营养和健康食品业务毛利率较高等原因，公司毛利率同比提高1.47个百分点；2017年1~6月，公司毛利率同比提高3.07个百分点。

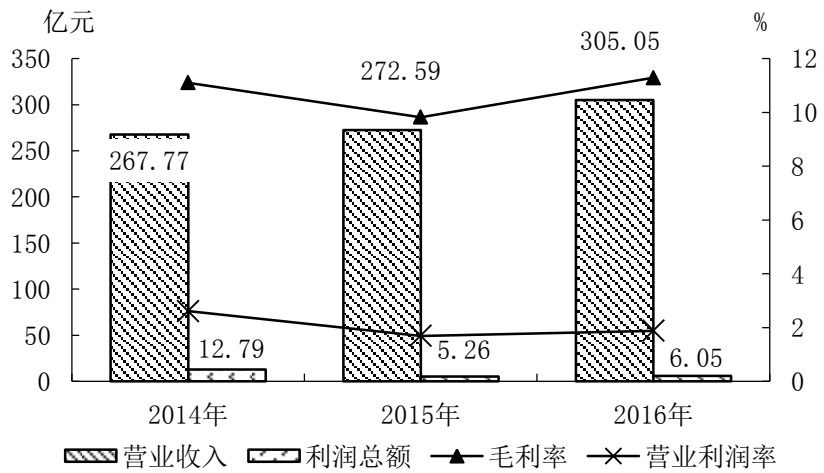


图6 2014~2016年公司盈利情况

2014~2016年，公司期间费用逐年增长，期间费用占营业收入的比重呈增长趋势。2016年，公司期间费用为27.75亿元，同比增加4.42亿元，各项费用均有增长，主要是由于经营规模扩大及并购Kerr公司产生费用较多所致，同期公司期间费用占营业收入的比重同比提高0.54个百分点，挤占了一定的利润空间。

表4 2014~2016年及2017年1~6月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

项目	2017年1~6月	2016年	2015年	2014年
销售费用	6.82	7.35	5.60	4.44
管理费用	5.31	10.86	10.11	10.15
财务费用	5.95	9.53	7.62	8.49
期间费用	18.09	27.75	23.33	23.08
期间费用/营业收入	10.13	9.10	8.56	8.62

2014~2016年，公司投资收益分别为0.006亿元、1.90亿元和-0.005亿元，2015年投资收益同比大幅增长，主要是处置欧亚置业产生投资收益1.59亿元和对顶峰热电在持有期间产生的投资收益0.29亿元所致；2016年出现投资损失，为期货操作形成。公允价值变动损



益方面，只有 2014 年金额较大为 2.02 亿元，主要是公司持有的一宗土地根据评估报告⁴确认公允价值增加所致。

2014~2016 年，公司营业利润、利润总额和净利润均有所波动，主要是钢铁加工业务不稳定及非经常性损益波动较大所致，其中 2014 年公司营业外收入同比增加 5.51 亿元，对利润指标产生较大影响，主要是非同一控制下企业合并成本小于公允价值形成的 4.62 亿元收入；同期由于非经常性损益波动较大及财务费用增长等原因，归属于母公司的净利润有较大波动，分别为 8.60 亿元、2.86 亿元和 1.73 亿元。2014~2016 年，公司总资产报酬率、净资产收益率逐年降低。

2017 年 1~6 月，公司营业收入、毛利润、毛利率同比均大幅增长；期间费用同比增加 6.40 亿元，占营业收入的比重继续提高，其中销售费用同比增加 3.95 亿元，主要是 Kerr 公司销售费用纳入合并报表范围所致，管理费用和财务费用同比分别增加 1.13 亿元和 1.32 亿元，主要是由于并购 Kerr 公司后其相关费用纳入合并报表及有息债务规模扩大导致财务费用增长所致；营业利润、利润总额和净利润分别为 5.71 亿元、5.79 亿元和 3.25 亿元，同比分别增长 142.41%、119.21%和 65.84%，主要是钢铁加工经营业绩大幅提高及增加运动营养和健康食品业务所致；归属于母公司的净利润为 0.50 亿元，同比下降 49.43%，主要是母公司发生的财务费用同比增加 1.05 亿元所致；总资产报酬率、净资产收益率分别为 2.99%和 1.93%。

总的来看，2014 年以来，公司营业收入逐年增长，但毛利率有所波动；受钢铁加工业务盈利能力不稳定，非经常性损益波动及运动营养和健康食品业务规模扩大等因素影响，公司利润总额出现较大波动；受非经常性损益波动及财务费用增长等因素影响，归属母公司所有者的净利润波动较大。

2014~2016 年，公司经营性净现金流逐年减少，对债务和利息的保障程度逐年降低，2016 年，由于并购 Kerr 公司，公司通过发行债券及借款产生了大量的筹资性现金流入

2014~2016 年，公司经营性净现金流逐年减少。2015 年，公司经营性净现金流同比减少 13.50 亿元，主要是公司为提升市场占有率，适时调整了销售策略，导致经营性应收项目增加，同时经营性应付项目减少所致。2016 年，公司经营性净现金流同比减少 2.75 亿元，主要是经营性应付减少及存货增加所致。

2014~2016 年，公司投资性现金流的净流出规模逐年增长，其中 2016 年投资性净现金流为-55.74 亿元，净流出额同比增加 36.45 亿元，主要是并购 Kerr 公司支付较多现金所致。

2014~2016 年，公司筹资性净现金流逐年增长，现金流入主要来自银行借款和债券融资。2014 年，公司筹资性净现金流为-7.41 亿元，

⁴ 鲁鉴鑫评报字（2015）第 1 号《西王集团有限公司核实土地使用权价值评估项目资产评估报告》。



主要是偿还到期的短期融资券和中期票据所致。2015年，公司筹资性净现金流同比增加27.09亿元，主要是用于项目建设。2016年，公司筹资性净现金流同比增加31.00亿元，资金主要用于补充营运资金及并购Kerr公司项目。

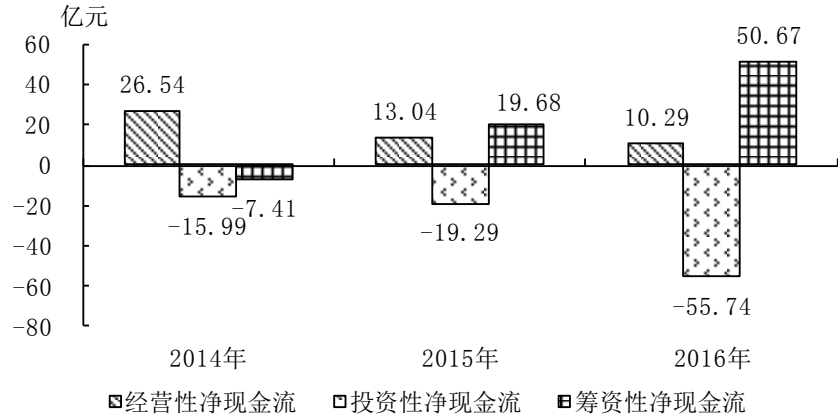


图7 2014~2016年公司现金流情况

2017年1~6月，公司经营性净现金流为12.47亿元，同比增加6.54亿元；投资性净现金流为-10.85亿元，净流出额同比减少4.98亿元；筹资性净现金流为-16.71亿元，净流出额同比增加7.18亿元。

表5 2014~2016年及2017年1~6月公司债务及利息的保障情况

项目	2017年1~6月	2016年	2015年	2014年
经营性净现金流/流动负债(%)	8.14	6.54	8.03	16.43
经营性净现金流/总负债(%)	4.10	3.77	5.86	13.13
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	1.49	0.72	1.05	2.10
EBIT利息保障倍数(倍)	1.66	1.40	1.38	1.91
EBITDA利息保障倍数(倍)	2.20	2.00	2.14	2.59

2014~2016年，公司经营性净现金流逐年减少，对债务和利息的保障程度逐年降低；同期EBIT对利息的保障程度有所波动，EBITDA对利息的保障程度逐年降低。2017年1~6月，经营性现金流、EBIT及EBITDA对债务及利息的保障程度有所提高。

总的来看，2014~2016年，公司经营性净现金流逐年减少，对债务和利息的保障程度逐年降低；EBITDA对利息的保障程度逐年降低；2016年，由于并购Kerr公司，公司通过发行债券及借款产生了大量的筹资性现金流入。

外部流动性

西王集团下辖西王食品、西王置业和西王特钢3家上市公司，自2010年以来西王集团已陆续发行多期短期融资券、超短期融资券、公



司债和中期票据等债券，且与当地金融机构合作相对较好。但由于受齐星集团风险事件影响，2017年3月末以来，公司直接及间接融资渠道均受到不同程度的不利影响。

短期偿债能力

2014~2016年，公司营业收入逐年增长，但毛利率有所波动，2016年以来，由于钢铁加工业务大幅改善，及运动营养和健康食品业务占比提升及毛利率相对较高等原因，公司营业收入、毛利润和毛利率指标同比均大幅改善。此外，公司资产规模逐年扩大，受限资产占比很低，资产流动性较好，可变现资产逐年增长，外部支持保持稳定，但经营性净现金流逐年下降，整体来看，公司可用偿债来源适度增长，但增速一般。相对而言，2014~2016年，公司负债规模逐年快速增长，偿债压力快速提高，且短期债务占比虽有下降，但以中长期债务为主的债务结构尚不稳定。随着Kerr公司剩余股权收购及其他在建项目的推进，预计未来公司将保持较大规模的外部融资，有息债务将继续快速增加，可用偿债来源对存量债务的保障程度将受到不利影响。

另一方面，齐星集团现已进入破产重整流程，破产重整方案尚未确定，公司对齐星集团的大规模担保在未来很可能变成必将偿付的直接债务，西王集团的债务压力将继续加大。根据西王集团历史数据，大公对西王集团2017~2018年相关数据进行了预测，并从可用偿债来源对存量有息债务的角度进行压力测试，测试结果表明：在考虑西王集团因对齐星集团担保而存在很大代偿风险的情况下，预计2017~2018年西王集团需偿付的债务将出现增长，但西王集团融资渠道因风险事件受到一定的不利影响，外部融资规模下降，偿债来源相应减少，其资金链将趋于紧张。根据西王集团2017年以来债券市场的融资情况及其提供的截至2017年8月末的银行信用情况看，西王集团直接融资规模同比下降，成本提高，间接融资渠道亦受到不利影响，货币资金大幅减少，对短期债务的保障能力下滑，截至2017年9月22日，西王集团可用货币资金约15亿元，较2016年末减少约17亿元。未来，西王集团拟通过上市公司定增、发行境内外债务融资工具等方式拓宽融资渠道，大公将持续关注其外部融资进展及偿债能力变化情况。此外，截至本报告出具日，齐星集团破产重整方案尚未确定，其资产对债务的覆盖程度及西王集团需要承担的代偿金额暂时无法有效估计，西王集团是否有切实有效的偿债来源用以应对该担保代偿责任存在很大不确定性。

未来，大公将持续关注齐星集团破产重整进度以及破产重整方案的安排，若后期破产重整方案所列示的相关措施将明显加重西王集团的债务负担且西王集团并未准备好充足的偿债来源用以平衡其债务压力，大公将及时开展不定期跟踪，动态反映西王集团的信用状况。



结论

综合分析，公司能够对本期融资券的到期偿付提供很强的保障。

跟踪评级安排

西王集团有限公司（以下简称“发债主体”）拟发行 8 亿元人民币的 2017 年度第二期短期融资券。在本期短期融资券的存续期内，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对其进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体本期融资券的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期融资券发行后 6 个月内发布定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

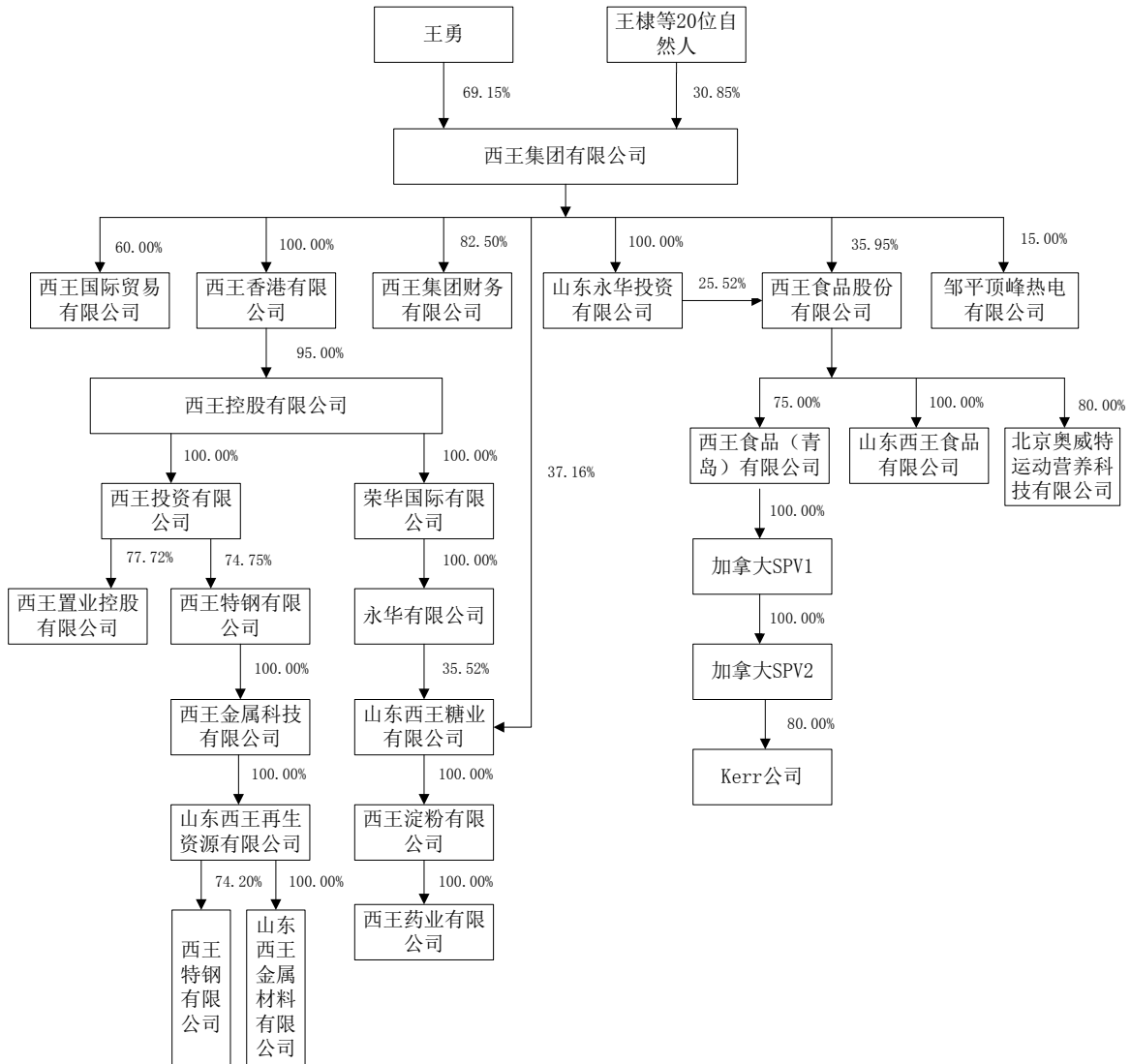
2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

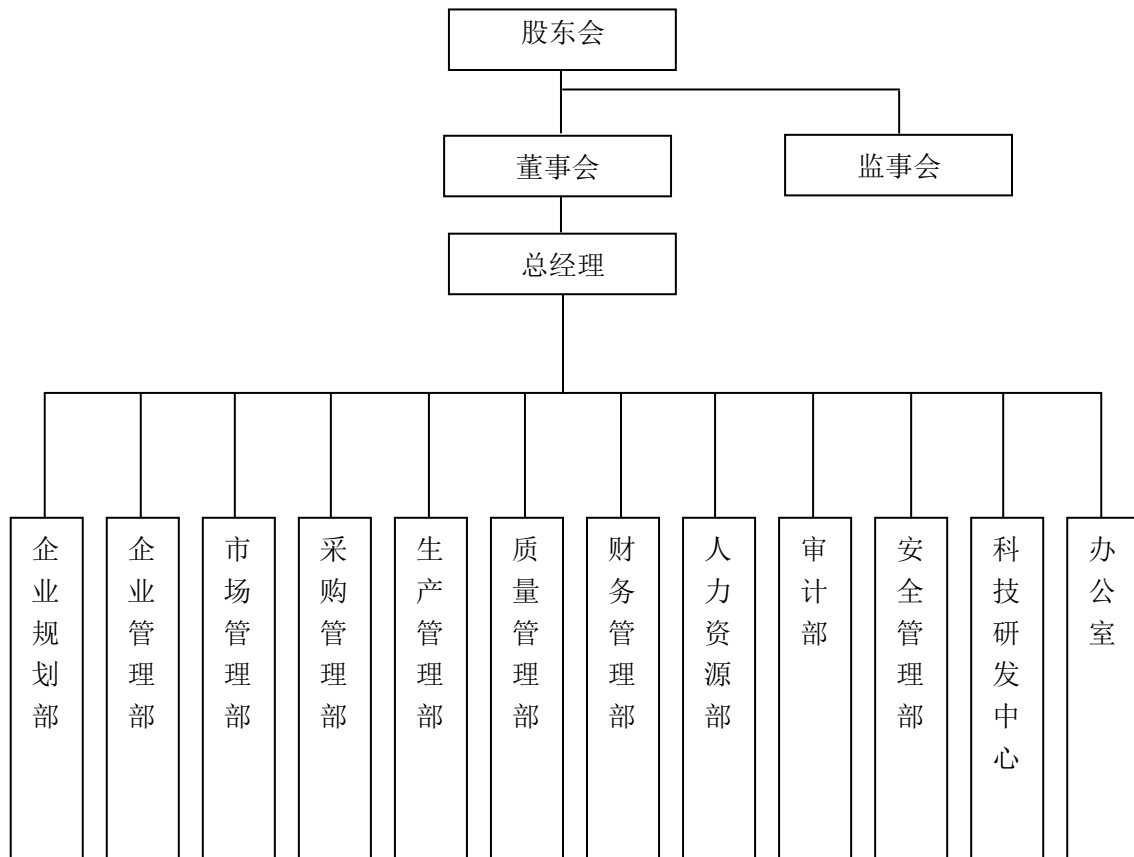
3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 截至 2017 年 6 月末西王集团有限公司股权结构图





附件 2 截至 2017 年 6 月末西王集团有限公司组织结构图



附件 3 截至 2017 年 9 月 19 日西王集团有限公司对外担保情况

单位：万元

对外担保企业名称	担保金额	借款日期	到期日期	截至本报告出具日是否逾期	是否互保
齐星集团	2,000.00	2016年6月3日	2017年6月2日	是	是
	2,000.00	2016年6月3日	2017年6月2日	是	
	2,000.00	2016年6月7日	2017年6月6日	是	
	2,000.00	2016年6月8日	2017年6月6日	是	
	2,000.00	2016年6月8日	2017年6月7日	是	
	2,000.00	2016年10月13日	2017年10月12日	否	
	2,000.00	2016年10月18日	2017年10月17日	否	
	1,000.00	2016年10月19日	2017年10月18日	否	
	2,000.00	2016年10月25日	2017年10月24日	否	
	2,000.00	2016年10月27日	2017年10月26日	否	
	1,500.00	2016年10月28日	2017年10月27日	否	
	2,000.00	2016年11月15日	2017年11月14日	否	
	1,500.00	2016年11月16日	2017年11月15日	否	
	800.00	2016年11月25日	2017年11月24日	否	
	3,000.00	2016年4月12日	2017年4月12日	是	
	10,000.00	2016年11月3日	2017年5月3日	是	
	4,000.00	2016年12月5日	2017年6月5日	是	
	3,000.00	2016年11月30日	2017年5月30日	是	
	8,000.00	2016年11月22日	2017年6月21日	是	
	5,000.00	2016年8月2日	2017年8月1日	是	
	3,000.00	2014年10月17日	2017年11月22日	否	
	3,000.00	2014年10月17日	2018年11月22日	否	
	3,000.00	2014年10月17日	2019年12月15日	否	
	3,750.00	2009年7月18日	2017年4月27日	是	
	2,974.36	2017年6月30日	2018年6月22日	否	
	3,000.00	2017年5月5日	2018年5月2日	否	
	5,000.00	2017年6月30日	2018年6月22日	否	
	11,000.00	2017年3月2日	2018年3月2日	否	
	14,000.00	2017年3月3日	2018年3月3日	否	
	10,000.00	2017年3月6日	2018年3月6日	否	
	10,000.00	2016年12月30日	2017年6月21日	是	
	10,000.00	2016年12月30日	2017年6月22日	是	
	10,000.00	2016年12月30日	2017年6月25日	是	
10,000.00	2017年1月11日	2017年7月11日	是		
3,000.00	2017年5月11日	2018年5月11日	否		
5,000.00	2017年1月12日	2017年8月15日	是		
10,000.00	2016年12月9日	2017年12月9日	否		

附件3 截至2017年9月19日西王集团有限公司对外担保情况（续表1）

单位：万元

对外担保企业名称	担保金额	借款日期	到期日期	截至本报告出具日是否逾期	是否互保
齐星集团	7,000.00	2016年12月14日	2017年12月14日	否	是
	5,000.00	2017年3月23日	2018年3月9日	否	
	3,000.00	2017年4月21日	2018年3月16日	否	
	2,500.00	2017年3月22日	2018年3月5日	否	
	2,500.00	2017年3月22日	2018年3月7日	否	
	3,000.00	2016年12月27日	2017年12月27日	否	
	3,000.00	2016年12月27日	2017年12月27日	否	
	2,000.00	2016年12月27日	2017年12月27日	否	
	20,000.00	2014年8月10日	2017年2月11日	是	
	5,000.00	2016年8月31日	2017年8月30日	是	
	13,680.00	2014年12月17日	2017年12月17日	否	
	4,000.00	2016年7月12日	2017年7月11日	是	
	7,000.00	2016年7月12日	2017年7月15日	是	
	7,000.00	2016年7月8日	2017年7月18日	是	
	7,000.00	2016年7月11日	2017年7月23日	是	
	7,000.00	2016年7月11日	2017年7月27日	是	
	7,000.00	2016年7月12日	2017年7月28日	是	
	7,000.00	2016年7月12日	2017年8月4日	是	
	3,500.00	2016年9月15日	2017年2月14日	是	
小计	290,704.36	-	-	-	
邹平县供电公司	3,000.00	2017年1月9日	2017年7月9日	是	否
	6,000.00	2016年11月11日	2017年11月10日	否	
	7,500.00	2016年11月14日	2017年11月13日	否	
	9,000.00	2017年7月3日	2018年7月2日	否	
	6,000.00	2017年6月13日	2018年6月13日	否	
	8,000.00	2017年1月6日	2018年1月6日	否	
	8,000.00	2017年8月31日	2018年8月8日	否	
	9,900.00	2017年6月30日	2018年6月30日	否	
4,996.45	2017年6月30日	2018年6月30日	否		
小计	62,396.45	-	-	-	
南金兆集团	1,000.00	2014年4月29日	2018年3月24日	否	否
合计	354,100.81	-	-	-	



附件 4

西王集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
资产类				
货币资金	187,610	344,739	269,660	135,415
应收票据	296,086	349,704	222,252	135,589
应收账款	91,667	99,349	46,871	64,457
其他应收款	95,698	79,780	81,196	83,676
预付款项	293,500	251,950	212,315	204,055
存货	448,243	389,700	281,446	336,834
流动资产合计	1,439,176	1,542,007	1,137,145	976,131
投资性房地产	185,434	185,434	185,360	185,166
固定资产	1,660,509	1,677,776	1,536,181	1,347,730
在建工程	254,798	235,428	165,573	116,295
无形资产	783,596	794,770	699,848	710,428
商誉	308,929	308,929	65,557	71,800
非流动资产合计	3,226,055	3,235,208	2,661,023	2,454,556
资产总计	4,665,231	4,777,215	3,798,169	3,430,687
负债类				
短期借款	612,945	624,075	414,468	637,561
应付票据	166,468	238,948	221,895	258,276
应付账款	134,218	160,073	150,827	265,751
其他流动负债	452,499	351,852	696,000	276,000
流动负债合计	1,519,338	1,544,082	1,603,014	1,646,443
长期借款	223,641	212,415	91,750	100,084
应付债券	1,190,000	1,306,000	606,000	326,000
非流动负债合计	1,458,215	1,563,456	744,873	457,439
负债合计	2,977,553	3,107,538	2,347,887	2,103,882
权益类				
实收资本	200,000	200,000	200,000	200,000
资本公积	431,855	438,554	504,162	497,519
未分配利润	391,593	390,998	382,506	353,861
归属于母公司所有者权益合计	1,114,272	1,120,518	1,176,186	1,140,898
少数股东权益	573,405	549,160	274,095	185,908
所有者权益合计	1,687,677	1,669,677	1,450,282	1,326,806

附件 4 西王集团有限公司主要财务指标(续表 1)

单位：万元

年 份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
损益类				
营业总收入	1,785,332	3,050,473	2,725,860	2,677,670
营业收入	1,785,332	3,050,473	2,725,860	2,677,670
营业成本	1,541,324	2,706,157	2,458,231	2,380,460
销售费用	68,214	73,515	56,023	44,390
管理费用	53,147	108,627	101,059	101,511
财务费用	59,533	95,318	76,230	84,878
公允价值变动收益	-204	137	210	20,215
投资收益	-373	-52	18,995	60
营业利润	57,076	57,282	46,134	69,871
营业外收支净额	856	3,230	6,436	58,036
利润总额	57,931	60,512	52,570	127,907
所得税费用	25,388	24,173	10,428	25,539
净利润	32,543	36,339	42,142	102,368
归属于母公司所有者的净利润	5,001	17,346	28,645	85,987
少数股东损益	27,542	18,992	13,496	16,381
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	124,722	102,870	130,388	265,421
投资活动产生的现金流量净额	-108,480	-557,392	-192,893	-159,931
筹资活动产生的现金流量净额	-167,130	506,708	196,751	-74,121
财务指标				
EBIT	139,684	199,422	172,107	241,526
EBITDA	184,630	285,023	267,049	327,729
总有息债务	2,643,054	2,734,772	2,030,113	1,635,921
毛利率(%)	13.67	11.29	9.82	11.10
营业利润率(%)	3.20	1.88	1.69	2.61
总资产报酬率(%)	2.99	4.17	4.53	7.04
净资产收益率(%)	1.93	2.18	2.91	7.72
资产负债率(%)	63.82	65.05	61.82	61.33
债务资本比率(%)	61.03	62.09	58.33	55.22
长期资产适合率(%)	97.52	99.94	82.49	72.69
流动比率(倍)	0.95	1.00	0.71	0.59
速动比率(倍)	0.65	0.75	0.53	0.39



附件 4 西王集团有限公司主要财务指标（续表 2）

年 份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
财务指标				
保守速动比率（倍）	0.32	0.45	0.31	0.16
存货周转天数（天）	48.93	44.64	45.27	48.43
应收账款周转天数（天）	9.63	8.63	7.35	7.74
经营性现金净流/流动负债（%）	8.14	6.54	8.03	16.43
经营性现金净流/总负债（%）	4.10	3.77	5.86	13.13
经营现金流利息保障倍数（倍）	1.49	0.72	1.05	2.10
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.66	1.40	1.38	1.91
EBITDA 利息保障倍数（倍）	2.20	2.00	2.14	2.59
现金比率（%）	12.39	22.40	16.85	8.25
现金回笼率（%）	114.17	105.29	113.18	121.63
担保比率（%）	20.98	22.47	31.35	39.17

附件 5 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⁵ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁶ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
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) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

⁵ 半年取 180 天。

⁶ 半年取 180 天。



22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+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 6 短期债券信用等级符号和定义

A-1 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。