

上海嘉麟杰纺织品股份有限公司

**2014 年公司债券 2016 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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【624】号 01

增信方式：保证担保
担保主体：中合中小企业
融资担保股份有限公
司
债券剩余规模：3 亿元

债券到期日期：
2019 年 03 月 19 日

债券偿还方式：按年付
息、到期一次还本；第 3
年末附公司上调票面利
率选择权和投资者回售
选择权。

分析师

姓名：
王西 刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
wangx@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

上海嘉麟杰纺织品股份有限公司

2014 年公司债券 2016 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	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	负面	稳定
评级日期	2016 年 06 月 27 日	2015 年 06 月 16 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对上海嘉麟杰纺织品股份有限公司（以下简称“嘉麟杰”或“公司”）及其 2014 年 03 月 19 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA-，并移出信用评级观察名单，评级展望调整为负面。该评级结果是考虑到 2015 年内公司与大客户之间关系稳定，公司主要原材料价格处于较低水平，中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为本期债券提供保证担保提升了本期债券的信用水平；同时也关注到公司客户集中度较高、收入易受大客户订单需求影响，新生产基地运营不及预期、产能消化存在一定压力，公司自营品牌持续亏损，偿债能力显著下降，毛利率存在下滑可能性等风险因素。

正面：

- 公司持续与大客户维持稳定合作关系。2015 年公司第一大客户、第二大客户稳定为 ICEBREAKER NZLTD、POLARTEC,LLC。公司作为 ICEBREAKER NZLTD、POLARTEC,LLC 的主要供应商，建立了良好的合作关系。
- 2015 年涤纶、羊毛平均价格继续下降。公司主要原材料为涤纶和羊毛，2015 年涤纶长纤平均价格约为 7,700 元/吨，涤纶短纤平均价格约为 7,000 元/吨，羊毛进口平均价格约为 7,000 美元/吨，平均价格显著低于 2014 年，有利于降低公司的生产经营成本。
- 中合担保为本期债券提供保证担保有效增强了本期债券安全性。中合担保实力较

强，其为本期债券提供不可撤销的连带责任保证担保提升了本期债券信用水平。

关注：

- **公司客户集中度较高，受主要客户订单需求影响大。**2014-2015 年公司前三大客户未发生变化，来自前三大客户的销售收入占营业总收入的比重分别为 65.32%、59.29%，客户集中度较高，收入受主要客户订单需求影响大。
- **公司新生产基地运营不及预期，产能消化存在一定压力。**2015 年公司湖北、巴基斯坦生产基地进入试生产阶段，产能未有效释放，相关子公司合计亏损 3,384.02 万元，占公司合并净亏损的 30.56%。2016 年公司新进优衣库、迪卡侬供应链，虽已获得部分订单，但合作关系尚处初期，公司扩建产能消化存在一定的压力。
- **公司自营品牌继续亏损。**2015 年公司自营品牌“SN”和“KR”因运营成本较高，继续亏损，相关子公司合计亏损 4,382.38 万元，占公司合并净亏损的 39.58%。2016 年自营“SN”品牌运营虽有所起色，但“KR”品牌形势依旧严峻，自营品牌业绩反转存在较大不确定性。
- **公司偿债能力显著下降。**公司 2015 年净利润为-11,072.50 万元，2016 一季度净利润为-1,830.89 万元，2015 年 EBITDA 利息保障倍数为-0.74，偿债能力下降明显。
- **公司产品毛利率存在下滑风险。**2015 年公司面料平均售价较 2014 年下降 1.78%、成衣平均售价较 2014 年上升 1.02%，由于当期人工成本上升较快，面料、成衣平均生产成本分别较 2014 年上升 6.74%、16.24%，面料、成衣毛利率分别较 2014 年下降 7.25 个百分点和 10.10 个百分点。随着新建产能的投产，预计人工、折旧成本还将继续增加，产品毛利率存在下滑风险。

主要财务指标：

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	155,783.40	160,846.96	165,978.42	123,138.54
所有者权益合计（万元）	91,675.95	93,105.06	105,013.30	103,464.16
有息债务（万元）	54,537.36	53,856.85	48,216.11	11,254.34
资产负债率	41.15%	42.12%	36.73%	15.98%
流动比率	2.35	2.01	2.43	3.40
速动比率	1.43	1.38	1.83	2.34
营业收入（万元）	14,401.68	70,082.52	87,260.94	89,641.03
营业利润（万元）	-2,569.90	-10,365.14	2,197.51	8,269.13

利润总额（万元）	-2,495.85	-11,052.97	2,614.84	11,929.98
综合毛利率	18.34%	20.49%	29.11%	27.40%
总资产回报率	-	-4.90%	3.41%	10.61%
EBITDA（万元）	-	-2,257.25	10,419.96	17,053.68
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.74	4.50	35.83
经营活动现金流净额（万元）	963.92	141.97	6,992.34	7,713.11

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，公司 2016 年一季度财务报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

公司于2013年10月30日收到中国证券监督管理委员会《关于核准上海嘉麟杰纺织品股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2013]1353号），同意公司公开发行面值不超过3亿元的公司债券。本期债券于2014年3月19日发行，募集资金总额3亿元，票面利率为7.50%。

本期债券起息日为2014年3月19日，债券期限为5年，到期日为2019年3月19日。本期债券按年计息，每年付息一次，付息日为债券存续期间每年的3月19日（如遇节假日顺延）。本期债券到期一次还本，附第三年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。

截至2016年5月31日，本期债券本息兑付情况如表1所示，本期债券募集资金已经使用完毕，全部用于补充流动资金。

表 1 截至 2016 年 5 月 31 日本期债券本息兑付情况（单位：万元）

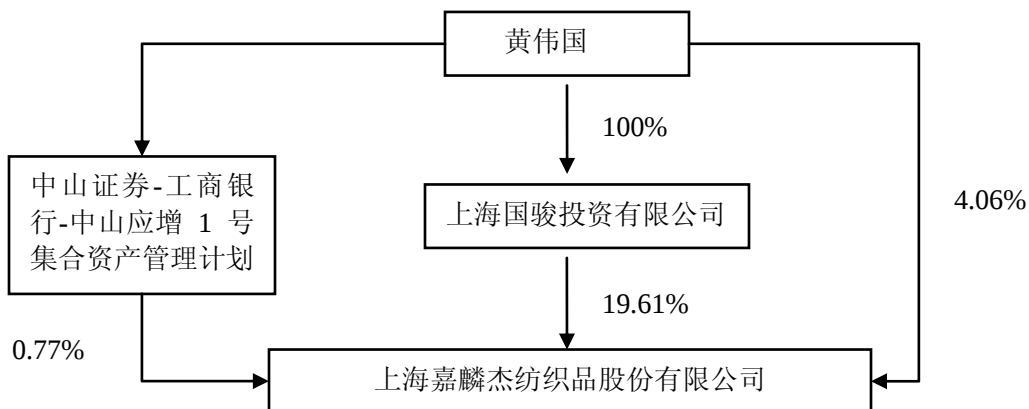
本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2015 年 3 月 19 日	0.00	2,250.00	30,000.00
2016 年 3 月 21 日	0.00	2,250.00	30,000.00
合计	-	4,500.00	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

2015年公司注册资本、实际控制人均未发生变化。截至2015年12月31日，公司注册资本为83,200万元，控股股东为上海国骏投资有限公司，实际控制人为黄伟国。2015年6月黄伟国及其控制的上海国骏投资有限公司通过大宗交易减持所持公司普通股，8月黄伟国通过资产管理计划增持公司股票。截至2016年3月31日，黄伟国直接持股比例由2014年末的5.05%变为4.06%，上海国骏投资有限公司持股比例由2014年末的22.56%变为19.61%，公司控股股东上海国骏投资有限公司累计共质押其持有的公司股份132,690.000股，占公司总股本15.95%。2015年公司主营业务未发生变化。公司近期发生的重要人事变动包括：2015年2月14日张宏斌辞职独立董事职务，2016年4月16日井上哲也辞去董事会董事职务，2016年4月22日黄伟国辞去总经理职务仅担任公司董事长一职。

图1 截至2016年3月31日公司股权结构图



资料来源：公司提供，鹏元整理

2015年公司新增合并范围子公司3家，分别为上海嘉麟投资管理中心（有限合伙）、上海巴麟投资管理有限责任公司、郑州嘉麟杰有限公司，均系新设成立，具体情况如表2所示：

表2 2015年公司合并报表范围变化情况

2015年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本（万元）	主营业务	合并方式
上海嘉麟投资管理中心（有限合伙）	99%	10,000.00	投资管理	新设
上海巴麟投资管理有限责任公司	99%	17,201.00	投资管理	新设
郑州嘉麟杰有限公司	100%	100.00	商业贸易	新设

注：上海巴麟投资管理有限责任公司、郑州嘉麟杰有限公司系公司二级子公司。

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

截至2015年12月31日，公司资产总额为16.08亿元，归属于母公司的所有者权益为9.14亿元，资产负债率为42.12%；2015年度，公司实现营业收入7.01亿元，利润总额-1.11亿元，经营活动现金流净额0.01亿元。

三、运营环境

2015年纺织业运行平稳，固定资产投资持续增长，但受境内外市场需求不振，纺织业产能过剩局面短期难以改善

统计数据显示，2015年我国GDP增速为6.9%，较2014年下降0.4个百分点，经济下行压力较大。在此背景下，2015年全年规模以上纺织企业工业增加值同比增长7.0%，较2014年高出0.3个百分点，增速平稳，较2015年全国规模以上企业工业增加值增速高出1.1个百分点，在整个行业中表现较好。

纺织品需求方面，2015年我国限额以上服装鞋帽、针纺织品零售额同比增长9.8%，低于上年同期增速1.1个百分点，同期我国出口纺织品服装2,911亿美元，同比下降4.8%。我国纺织品出口重点区域为欧盟、美国、日本及东盟，2015年我国纺织企业对美国出口额同比增长6.7%，对欧盟出口额同比下降9.3%，对日本出口额同比下降11.6%，对东盟出口额同比下降0.8%。

固定资产投资方面，2015年我国纺织业500万元以上项目固定资产投资完成额11,913亿元，同比增长15.0%，领先于同期全国制造业8.10%的增长水平6.9个百分点。其中东部地区固定资产投资完成额同比增长15.3%，中部地区固定资产投资完成额同比增长13.1%，西部地区固定资产投资完成额同比增长19.2%。行业新开工项目数呈现增速提升势头，新开工项目16,149项，同比增长18.3%。

在2015年我国纺织业内需增长放缓、外需出现下滑背景下，全国纺织业企业当期实现主营业务收入40,173.30亿元，同比增长5.40%，增速较上年回落1.58个百分点；实现利润总额2,167.5亿元，同比增长5.10%，增速较上年增加1.53个百分点；销售利润率为5.40%，与上年基本持平；全年纺织业企业亏损总额为94.20亿元，同比下降9.03%。总体而言，2015年纺织业运行质量基本平稳。

据海关总署最新数据，2016年1-5月我国纺织品服装累计出口额同比下降1.97%，其中纺织品同比下降0.03%；服装同比下降3.19%。由于2016年我国经济下行压力较大，美国、欧元区和日本三大经济体经济增长存在较大不确定性，中国纺织企业外部运营环境严峻。加之2015年国内持续增长的纺织业固定资产投资，纺织业短期仍面临比较严峻的产能过剩风险，整体运行压力较大。

2015年毛纺织业生产总体增速放缓，贸易形势下滑，出口呈现较大跌幅，行业发展并不乐观

2015年毛纺织业的发展速度继续放缓。据国家统计局数据，全年规模以上毛纺行业累计工业增加值增速为4.7%，低于规模以上纺织企业增加值增速2.3个百分点。据中国毛纺织业协会公开资料显示，2015年，毛纺织业规模以上企业实际完成固定资产投资343.85亿元，同比增长4.10%，增幅继续下滑，较上年同期下滑7.18个百分点。

产量方面，2015年1-11月规模以上毛纺织企业毛线产量为37.2万吨，同比下滑0.89%，较上半年增速回升0.46个百分点，较上年同比增速下降5.25个百分点。同期毛织物累计产量为5.7亿米，同比增长0.51%，较上年同比增速提高了2.12个百分点。

主要毛纺织产品的出口量均下滑。2015年1-11月，毛纺原料与制品累计出口总额为117.35亿美元，同比下跌5.92%，增速较上年同期回落了14.19个百分点。主要毛纺产品的

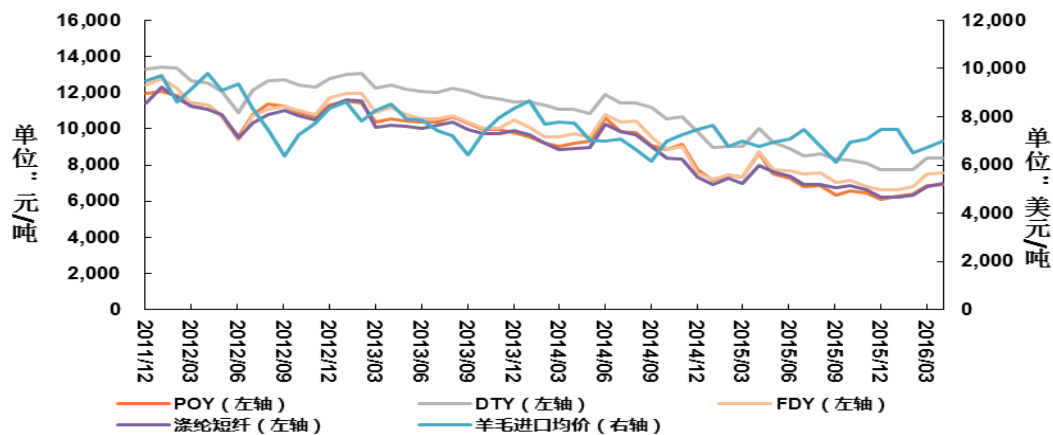
出口额均呈现下滑，其中羊毛条出口量同比下跌6.08%，毛纱线出口量同比下跌6.71%，毛织物出口量同比减少7.74%，羊毛衫出口量同比减少2.19%。主要出口市场上，2015年1-11月，对美国市场的毛纺产品出口额保持了正增长，同比小幅增长2.81%。同期对其他市场的毛纺产品出口均呈现下滑，其中对欧盟出口额同比下跌9.17%，对日本出口额同比下跌13.75%，跌幅均大于同期毛纺产品出口总额的跌幅。

行业效益与运行质量有所下滑。2015年1-11月，1,181家毛纺织及染整精加工规模以上企业累计完成主营业务收入为2,474亿元，同比增长8.11%，增速继续下滑，较上年同期下滑4.2个百分点。规上企业平均利润率为4.63%，较上年降低0.3个百分点，低于纺织业5.15%的平均利润水平。规上毛纺企业的平均资本负债率为54.51%，高于纺织业52.84%的平均负债率水平。年累计存货418亿元，同比增长6.43%，但存货增速较上年增速明显降低。

2015年涤纶纤维及进口羊毛平均价格继续下降，为部分纺织企业生产经营提供了有利的条件

涤纶作为纺织行业的重要原材料，产量约占化学纤维总产量的80%左右。涤纶可分为涤纶长纤（包括POY、DTY、FDY）和涤纶短纤。根据wind数据，2015年国内涤纶平均价格处于较低水平，其中涤纶长纤平均价格约7,700元/吨，涤纶短纤平均价格约7,000元/吨，2014年涤纶长纤平均价格约9,980元/吨、涤纶短纤平均价格约9,031元/吨。由于我国化纤行业产能严重过剩，且化学纤维主要原材料石油价格处于较低水平、替代品棉花价格持续走低，化学纤维价格短期内缺乏上涨动力。羊毛进口方面，海关总署统计数据显示，2015年我国进口羊毛353,293吨，进口金额247,966.92万美元，平均进口单价约为7,000美元/吨，2014年羊毛进口平均价格为7,291美元/吨，2015年羊毛进口均价也处于较低水平。较低的涤纶价格和羊毛进口价格为国内以涤纶和羊毛为原材料的纺织企业提供了有利生产条件。

图2 我国涤纶价格及羊毛进口价格情况



资料来源：wind，鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事面向户外运动的高端面料及成衣的研发、生产与销售，生产环节覆盖坯布织造、印染整理及成衣缝制。公司主要产品包括起绒类面料、纬编羊毛面料、运动型功能面料及相关面料的成衣制品。

2015年全球经济增长乏力，纺织行业贸易需求萎缩，公司所处的中高端户外纺织面料、成衣市场消费受到较大影响，公司全年共实现营业收入70,082.52万元，较2014年下降19.69%，其中面料销售收入下降39.87%，成衣销售收入下降13.55%。2015年公司销售仍以成衣销售为主，成衣销售收入占营业收入的82.53%。因2015年人工成本上升较快，公司2015年综合毛利率降至20.49%，较2014年下降8.62个百分点，其中面料毛利率较2014年下降7.25个百分点，成衣毛利率较2014年下降10.10个百分点。

表 3 2014-2015 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
面料	12,240.90	9.10%	20,356.68	16.36%
成衣	57,838.66	22.90%	66,904.27	32.99%
其他	2.95	100.00%	-	-
合计	70,082.52	20.49%	87,260.94	29.11%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

受主要客户订单需求下降影响，公司2015年营业收入降幅较大，公司同期生产成本上升较快，产品毛利下滑明显

公司作为高端户外运动产品的ODM（Original Design Manufacturer，原始设计制造商）供应商，产品覆盖起绒类面料、纬编羊毛面料、运动型功能面料及相关面料的成衣制品，公司面料产品均系自主研发，适用范围较广。公司面料、成衣生产采用订单生产模式。公司销售大部分采取直接销售的形式，少部分通过中间商间接销售。2015年公司前三大客户仍为ICEBREAKER NZ LTD、POLARTEC,LLC、KATHMANDU LIMITED，与2014年无变化，公司来自前三大客户的销售额占营业收入的比重为59.29%，较2014年下降6.03个百分点，系公司来自大客户订单减少及其他客户销售增加所致。2015年公司客户集中度仍处于较高水平。

表 4 2014-2015 年公司对前五大客户销售情况（单位：万元）

公司	2015 年		2014 年	
	销售额	占比	金额	毛利率
ICEBREAKER NZ LTD	26,894.17	38.38%	37,583.62	43.07%

POLARTEC,LLC	8,600.03	12.27%	13,449.54	15.41%
KATHMANDU LIMITED	6,057.40	8.64%	5,972.37	6.84%
Pacific Textiles USA	4,482.62	6.40%	-	-
YINA INTERNATIONAL	1,926.29	2.75%	-	-
KANEMATSU TEXTILE CORPORATION	-	-	3,717.78	4.26%
MAS ACTIVE(PVT) LTD	-	-	2,645.29	3.03%
合计	47,960.51	68.43%	63,368.59	72.62%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

受 2015 年纺织品需求不振影响，公司主要客户 ICEBREAKER NZ LTD、POLARTEC,LLC 相应调整了自己的经营策略，客户公司扩展店面、增加囤货的意愿性下降，公司来自主要客户的销售收入下滑明显。其中，来自 ICEBREAKER NZ LTD 的销售收入下滑 10,689.45 万元，降幅为 28.44%，来自 POLARTEC,LLC 的销售收入下滑 4,849.51 万元，降幅为 36.06%。来自大客户销售收入的减少直接造成了公司 2015 年营业收入的较大幅度下降的局面。

2015 年公司共生产面料 491.94 万米，较 2014 年下降 39.54%，共生产成衣 607.04 万件，较 2014 年下降 12.44%。公司当期产能利用率也有所下降。其中，面料产能利用率为 71.17%，较 2014 年下降 24.10%；成衣因为自有产能不足，成衣仍采用自产和委托加工两种模式，产能利用率仍为 100%。

表 5 2014-2015 年公司产能利用率情况

项目		2015 年	2014 年	同比增长
面料	产量（万米）	491.94	813.61	-39.54%
	产能利用率	71.17%	95.27%	-
成衣	产量（万件）	607.04	693.26	-12.44%
	产能利用率	100.00%	100.00%	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

在客户订单需求下降的背景下，公司议价能力受到影响，2015 年公司面料平均售价为 23.39 元/米，较 2014 年下降 1.78%，公司成衣平均售价为 96.96 元/件，较 2014 年上升 1.02%。成本端，因湖北项目、巴基斯坦项目相继完工进入试生产阶段，当期人工成本增加较多，产品生产成本上升明显。其中，面料平均生产成本上升 6.74%，增至 21.26 元/米，成衣平均生产成本上升 16.24%，增至 74.76 元/件。由于成本上升较快，公司 2015 年综合毛利率降至 20.49%，较 2014 年下降 8.62 个百分点，降幅较大，2016 年一季度公司综合毛利率进一步下降至 18.34%。

2016 年公司来自大客户的订单情况有所改善。其中，2016 年 1-5 月份公司对 ICEBREAKER NZ LTD 的出货收入约为 5,200 万元（按 1 美元兑 6.6 元人民币计算），预计全

年来自ICEBREAKER NZ LTD的订单收入约为3亿元；预计2016年二季度来自POLARTEC,LLC的订单收入约为2,500万元。

表 6 2014-2015 年公司面料及成衣生产销售情况

产品类型	项目	单位	2015 年	2014 年	同比增减
面料	产能	万米	1,800.00	1,800.00	-
	销售量	万米	523.29	854.72	-38.78%
	平均售价	元/米	23.39	23.82	-1.78%
	平均成本	元/米	21.26	19.92	6.74%
成衣	产能	万件	400.00	-	400.00
	销售量	万件	596.51	697.07	-14.43%
	平均售价	元/件	96.96	95.98	1.02%
	平均成本	元/件	74.76	64.31	16.24%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司营业成本主要由原材料、人工工资组成。原材料占公司营业成本比重较大，约占营业成本的77%。公司原材料主要为涤纶和羊毛毛条。除了部分功能性涤纶纱线和客户指定的少量辅料在国外采购外，绝大部分原料和辅料均为国内采购。其中涤纶为市场采购，羊条系来料加工。2015年公司供应商仍主要为张家港扬子纺纱有限公司、浙江新澳纺织集团有限公司等，公司从前5大供应商采购额占年度采购额的比重为31.28%，较2014年上升2.34个百分点。由于2015年涤纶长纤、涤纶短纤、进口羊毛的市场均价均处于下降态势，且短期内缺乏上涨动力，预计公司原材料成本压力较小。纺织业属于劳动密集型行业，公司产品中人工工资约占生产成本的13%，预计人工工资上升10%，公司产品生产成本将上涨1%左右。据国家统计局数据，2015年制造业平均工资增长7.29%，公司未来面临较大的人工成本支出压力。

表 7 2014-2015 年公司生产成本构成（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年		同比增速
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
原材料	42,432.09	76.15%	47,966.93	77.54%	-11.54%
人工工资	7,210.39	12.94%	7,428.24	12.01%	-2.93%
折旧	2,914.25	5.23%	3,084.64	4.99%	-5.52%
能源	1,925.19	3.46%	2,098.55	3.39%	-8.26%
其他	1,239.81	2.22%	1,279.04	2.07%	-3.07%
合计	55,721.72	100.00%	61,857.40	100.00%	9.92%

资料来源：公司提供，鹏元整理

结算方面，公司与主要客户之间仍以T/T结算和信用证结算方式为主，T/T结算账期一

一般是20-50天，信用证时间30-90天均有，平均下游客户账期在一个月左右。其中，公司与ICEBREAKER NZ LTD采用信用证方式结算，且为备兑信用证，备兑额约680万美元（约为ICEBREAKER NZ LTD一个季度的销售额），公司货款回收较有保障；公司与POLARTEC,LLC、KATHMANDU LIMITED主要采用后T/T结算方式。

总体来看，公司2015年受大客户订单需求下降影响，营业收入降幅较大。同时，公司生产成本上升较快，挤压了产品盈利空间。由于2016年纺织行业经营形式严峻，加之公司固定资产折旧成本较高，人力成本上行，公司面临较大的运营压力。

公司湖北、巴基斯坦产能扩建项目进展不及预期，对公司利润形成较大拖累，由于扩建项目主要用于中低档纺织品生产，未来经营压力较大

公司为满足不同层次客户需求，2013年新设湖北嘉麟杰纺织品有限公司（以下简称“湖北嘉麟杰纺织”），建设湖北嘉鱼高档织物面料及服装生产研发基地项目；2014年新设湖北嘉麟杰服饰有限公司（以下简称“湖北嘉麟杰服饰”），建设竹山服装生产基地；2014年公司新设Challenge Apparels Limited（以下简称“巴基斯坦嘉麟杰”），建设巴基斯坦嘉麟杰生产基地，上述产能扩建项目已于2015年陆续建设完工并转入固定资产。但湖北生产基地2015年招工不及预期，巴基斯坦生产基地产线处于试运行阶段，公司扩建产线当期未批量出货，截至2016年5月底公司产能扩建项目均处于试生产阶段。

表 8 截至 2016 年 5 月 31 日公司主要项目进展情况

项目	总投资	已投资	进展	预计增加产能		
				2016 年	2017 年	2018 年
湖北嘉鱼高档织物面料及服装生产研发基地	3.71 亿元	3.54 亿元	95.42%	400 万米	400 万米	暂无
湖北竹山服装生产基地	0.5 亿元	0.5 亿元	100%	150 万件	150 万件	暂无
巴基斯坦服装生产基地	650 万美元	650 万美元	100%	500 万件	500 万件	暂无

资料来源：公司提供，鹏元整理

由于公司产能扩建项目已经建设完工转入固定资产，并于2015年开始计提固定资产折旧，同时公司生产工人数量增加，扩建项目产能当期未有效释放，导致三个相关子公司2015年度亏损金额较大。2015年湖北嘉麟杰纺织、湖北嘉麟杰服饰、巴基斯坦嘉麟杰合计净亏损3,384.02万元，占合并后公司净亏损的30.56%。

表 9 2015 年公司亏损子公司财务情况（单位：万元）

公司名称	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
湖北嘉麟杰纺织	38,463.75	11,468.14	159.11	-1,231.63	-658.99
湖北嘉麟杰服饰	4,764.88	4,068.88	457.37	-779.81	-577.41
巴基斯坦嘉麟杰	10,795.37	3,850.02	5,364.86	-2,126.89	-2,147.62
上海嘉麟杰纺织品股份有限公司	160,846.96	93,105.06	70,082.52	-10,365.14	-11,072.50

注：上海嘉麟杰纺织品股份有限公司数据是公司合并报表数据。

资料来源：公司提供，鹏元整理

根据公司项目建设规划，上海金山生产基地将以高端纺织品生产为主，湖北生产基地将以中端纺织品生产为主，巴基斯坦生产基地将以低端纺织品生产为主。截至2016年6月份，公司湖北嘉鱼、竹山生产基地招工情况有所改善，新建生产线产能利用率升至50%左右，预计下半年产能利用率将进一步提升。公司正在开拓中低端客户，目前已经争取到优衣库、迪卡侬部分订单，截至2016年6月20日优衣库已下订单68.49万件，迪卡侬已下订单325万件。但由于中低端纺织品市场竞争激烈，公司作为中低端市场新进入者需支付一定的市场开拓成本，预计公司新建项目产能消化仍存在较大压力。

2015年公司自营品牌“SN”和“KR”开拓不利，公司计划2016年逐步收缩自营品牌以降低相关业务亏损

公司旗下拥有两个自营服饰品牌，为“SN”和“KR”。其中“SN”品牌产品主要面向海外客户，采取经销模式对外销售；“KR”品牌产品主要面向国内客户，主要采取自营模式对外销售。2015年公司“SN”品牌经销商店铺数仍为350个，当期“SN”品牌产品销售收入为1,466.92万元，较2014年下降21.51%，“KR”品牌经销商店铺数为22个、自有门店数为18个，“KR”品牌产品销售收入为2,590.00万元，基本与2014年持平。

表 10 2014-2015 年公司自营品牌销售情况

项目	2015 年（万元）		2014 年（万元）	
	收入	毛利润	收入	毛利润
SN	1,466.92	544.74	1,868.86	457.16
KR	2,590.00	850.50	2,600.00	491.66

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司“SN”品牌由子公司 Super.Natural Europe Ltd.（以下简称“嘉麟杰瑞士”）负责运营，“KR”品牌由子公司上海嘉麟杰运动用品有限公司（以下简称“嘉麟杰运动”）负责运营。由于公司自营品牌运营成本较高，导致嘉麟杰瑞士及嘉麟杰运动 2015 年均处于亏损状态，其中嘉麟杰瑞士净亏损 798.47 万元，嘉麟杰运动净亏损 3,583.91 万元，严重拖累了公司业绩表现。为降低自有品牌经营对公司利润产生的不利影响，公司计划 2016 年逐步收缩自营品牌。2016 年一季度，公司自营品牌“SN”实现销售收入约 700 万，但自营品牌“KR”经营状况仍然较差，公司自营品牌 2016 年仍面临较大的经营压力。

表 11 2015 年公司亏损子公司财务情况（单位：万元）

公司名称	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
嘉麟杰瑞士	1,804.56	-2,484.79	1,466.92	-796.63	-798.47
嘉麟杰运动	7,399.79	-6,011.26	2,589.55	-2,537.71	-3,583.91

上海嘉麟杰纺织品股份有限公司	160,846.96	93,105.06	70,082.52	-10,365.14	-11,072.50
----------------	------------	-----------	-----------	------------	------------

注：上海嘉麟杰纺织品股份有限公司数据是公司合并报表数据。

资料来源：公司提供，鹏元整理

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立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年至2015年审计报告及未经审计的2016年一季度财务报告，报告均采用新会计准则编制。2015年公司新增纳入合并范围子公司3家，具体情况如表2所示。

资产结构与质量

因公司2015年经营亏损，期末资产规模小幅下降，整体资产质量一般

因公司2015年发生经营亏损，公司年末资产规模降至160,846.96万元，较2014年末小幅下降3.09%。公司资产以非流动资产为主，占资产总额的比重为69.04%。

2015年末公司流动资产为49,797.97万元，较2014年末下降29.26%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货组成。2015年末公司货币资金余额为13,441.08万元，下降53.22%，其中有622.09万元系保证金，使用受限。公司2015年销售回款情况较好，应收账款较2014年末小幅下降，应收账款中账龄在1年以内的占比99.39%，欠款对象主要是ICEBREAKER NZ LTD、PACIFIC TEXTILE SOURCING INC、POLARTEC,LLC等国外客户，前五大应收客户欠款金额合计占应收账款账面价值的比重为76.28%，欠款客户主要是公司长期客户，截至2016年4月底公司已收回应收账款7,781.39万元，剩余应收账款回收风险较小。2015年末公司存货账面价值为15,695.37万元，较2014年末下降9.18%，系客户订单减少所致。公司期末存货占总资产账面价值的9.76%，规模较大。公司存货主要由原材料、在产品 and 库存商品组成，占存货账面价值的比重分别为22.62%、20.01%、57.23%，因公司存货根据订单采购，不存在积压情况，存货无减值风险。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、无形资产构成。2015年末公司长期股权投资为22,038.39万元，与2014年末基本持平。公司长期股权投资主要是对联营企业普澜特复合面料（上海）有限公司、上海皿鏊软件有限公司、MASOOD TEXTILE MILLS的投资，投资对象与2014年无变化，长期股权投资均采用权益法计量，因MASOOD TEXTILE MILLS公司2015年效益较好，公司期末长期股权投资账面价值小幅增加。2015年末公司固定资产为77,770.17万元，较2014年末增长72.26%，系公司湖北嘉鱼生产基地、竹山服装生

产基地以及巴基斯坦服装生产基地完工转入所致，公司2015年末在建工程相应减少。公司无形资产主要是土地使用权，因本期摊销账面价值较2014年末小幅减少。

总体来看，2015年公司资产规模小幅下降，公司应收账款、存货周转情况较好，固定资产占比较大，整体资产质量一般。

表 12 2014-2016 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年一季度		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9,372.95	6.02%	13,441.08	8.36%	28,731.77	17.31%
应收账款	10,432.87	6.70%	13,008.76	8.09%	13,157.97	7.93%
预付款项	3,238.97	2.08%	2,330.04	1.45%	5,244.07	3.16%
其他应收款	1,587.20	1.02%	1,478.78	0.92%	1,328.79	0.80%
存货	17,944.76	11.52%	15,695.37	9.76%	17,282.40	10.41%
其他流动资产	3,063.32	1.97%	3,843.94	2.39%	4,655.67	2.80%
流动资产合计	45,640.08	29.30%	49,797.97	30.96%	70,400.67	42.42%
长期股权投资	22,038.39	14.15%	22,038.39	13.70%	21,092.09	12.71%
固定资产	76,849.24	49.33%	77,770.17	48.35%	45,146.27	27.20%
在建工程	1,723.45	1.11%	1,924.12	1.20%	19,911.55	12.00%
无形资产	4,963.57	3.19%	4,991.05	3.10%	5,063.55	3.05%
长期待摊费用	1,235.01	0.79%	1,371.42	0.85%	1,453.09	0.88%
递延所得税资产	3,333.67	2.14%	2,953.84	1.84%	2,911.20	1.75%
非流动资产合计	110,143.32	70.70%	111,048.98	69.04%	95,577.75	57.58%
资产总计	155,783.40	100.00%	160,846.96	100.00%	165,978.42	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，公司 2016 年一季度报告，鹏元整理

资产运营效率

由于新建项目产能未有效释放，2015年公司整体运营效率下降明显

受全球服装市场终端需求低迷影响，公司2015年营业总收入下降19.69%，应收账款周转效率下降，周转天数延长至67.21天。公司采用订单生产模式，在下游需求下降时相应降低库存规模，存货周转效率保持稳定。2015年公司应付账款增长较快，应付账款周转天数小幅增至40.55天。公司净营业周期较2014年延长7.86天，变动幅度较小。

2015年公司在建工程转入固定资产较多，当期末固定资产账面价值较2014年末增长72.26%，由于转入固定资产项目处于试生产阶段产出较少，公司固定资产周转天数大幅增至315.70天，较2014年延长125.21天，总资产周转天数受此影响延长243.04天。

综合来看，公司2015年资产运营效率出现较大幅度下滑。

表 13 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	67.21	47.01
存货周转天数	106.53	110.54
应付账款周转天数	40.55	32.22
净营业周期	133.19	125.33
流动资产周转天数	308.72	283.09
固定资产周转天数	315.70	190.49
总资产周转天数	839.42	596.38

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2015年纺织服装行业终端需求下降，公司新建项目经营不及预期，当期发生大幅亏损，未来盈利状况改善存在较大的不确定性

2015年全球主要经济体增长乏力，纺织服装终端消费需求低迷，公司主要客户订单需求随之下降。公司2015年实现营业收入70,082.52万元，较2014年下降19.69%。其中，来自ICEBREAKER NZ LTD和POLARTEC,LLC的收入分别下降10,689.45万元、4,849.51万元，成为公司营业收入下降的直接原因。经营环境的恶化影响了公司议价能力，公司面料平均售价较2014年下降1.78%，公司湖北嘉鱼的面料生产基地一期项目以及在湖北竹山的配套成衣加工基地完工转固增加了公司的生产成本，面料及成衣的平均成本分别上升了6.74%、16.24%，受此影响公司综合毛利率降至20.49%，较2014年下降8.62个百分点。2015年因扩建项目处于试运营状态，公司管理费用较2014年增加4,417.14万元，期间费用率升至36.40%，上升明显。在上述因素的共同作用下公司2015年盈利大幅下降，营业利润为-10,365.14万元，净利润降至-11,072.50万元，总资产回报率、净资产回报率均变为负数。2016年一季度，公司营业收入同比下降23.41%，销售毛利率较2015年同期上升1.05个百分点，营业利润为-2,569.90万元，亏损幅度较2015年同期小幅扩大。2016年纺织行业经营环境仍比较严峻，公司扩建项目正处于试生产阶段，预计公司2016年盈利改善存在较大不确定性。

表 14 2014-2016 年 3 月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年一季度	2015 年	2014 年
营业收入	14,401.68	70,082.52	87,260.94
营业利润	-2,569.90	-10,365.14	2,197.51
利润总额	-2,495.85	-11,052.97	2,614.84
净利润	-1,830.89	-11,072.50	2,352.15

综合毛利率	18.34%	20.49%	29.11%
期间费用率	38.92%	36.40%	26.32%
营业利润率	-17.84%	-14.79%	2.52%
总资产回报率	-	-4.90%	3.41%
净资产收益率	-1.98%	-11.18%	2.26%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，公司 2016 年一季度财务报告，鹏元整理

现金流

2015年公司现金流状况进一步恶化，公司短期资金压力较大

2015年公司收现比为1.04，现金回笼情况较好。公司2015年净亏损11,072.50万元，由于公司当期存货规模有所下降，应付经营款项增加较多，公司营运资本较上期增长3,143.82万元。公司2015年经营活动现金净流入963.92万元，因当期固定资产折旧摊销、固定资产清理损失等非付现项目调增较多，经营活动现金净流量与净利润之间差额较大。

随着公司产能扩建项目及设备改造计划的推进，公司2015年固定资产支出继续保持较大规模，公司当期投资活动现金流保持净流出状态。2015年公司改扩建项目已基本完工，未来无较大规模投资支出，预计公司投资活动现金流状况将有所改善。

公司2015年筹资活动主要是向上海农商银行江浦支行的长期借款以及支付“14嘉杰债”债券利息，相关现金净流入减少。

公司在建及拟建项目较少，未来投资主要集中在设备技改升级支出方面。由于业务盈利较差，经营活动现金净流入规模较小，加之公司产能扩建项目后续还需在生产环节加大投入，预计公司短期资金压力较大。

表 15 2014-2016 年 3 月公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年一季度	2015 年	2014 年
收现比	1.44	1.04	0.99
净利润	-1,830.89	-11,072.50	2,352.15
营运资本变化	-	3,143.82	-2,910.06
其中：存货减少（减：增加）	-	1,587.03	3,307.16
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-1,184.87	-5,637.41
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	2,741.66	-579.81
经营活动产生的现金流量净额	963.92	141.97	6,992.34
投资活动产生的现金流量净额	-3,003.38	-17,649.19	-43,431.37
筹资活动产生的现金流量净额	-1,951.44	300.17	34,700.83
现金及现金等价物净增加额	-4,068.13	-15,912.77	-2,029.04

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，公司 2016 年一季度财务报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司债务规模进一步提升，偿债压力加大

2015年公司负债总额为67,741.89万元，同比增长11.12%。因公司2015年亏损金额较大，公司所有者权益降至93,105.06万元。2015年公司负债与所有者权益比率为72.76%，较2014年上升14.70个百分点。

表 16 2014-2016 年 3 月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年一季度	2015 年	2014 年
负债总额	64,107.45	67,741.89	60,965.12
所有者权益	91,675.95	93,105.06	105,013.30
负债与所有者权益比率	69.93%	72.76%	58.05%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，公司 2016 年一季度财务报告，鹏元整理

截至2015年底，公司流动负债、非流动负债占债务总额的比重分别为36.52%、63.48%，公司债务以非流动负债为主。公司2015年有息负债为53,856.85万元，占负债总额的79.50%。

2015年末公司流动负债为24,738.61万元，同比下降14.55%。公司流动负债主要由短期借款和应付账款组成。公司短期借款主要为出口贸易融资款、保证借款等，2015年末余额为12,463.82万元，同比下降32.86%。公司应付账款主要为应付供应商的货款，2015年末余额为6,791.41万元，同比增长17.85%。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券组成，2015年末公司非流动负债为43,003.28万元，同比增长34.33%，主要系长期借款增加所致。公司2015年向上海农商银行江浦支行新增抵押借款10,481.95万元作为对公司在湖北产能扩建项目的融资，期末长期借款余额增至10,569.32万元，长期借款占负债总额的比重升至15.60%。公司2015年末应付债券余额为29,750.00万元，系本期债券。

表 17 2014-2016 年 3 月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年一季度		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	11,528.15	17.98%	12,463.82	18.40%	18,565.10	30.45%
应付账款	5,369.35	8.38%	6,791.41	10.03%	5,762.90	9.45%
应付利息	2.66	0.00%	1,787.82	2.64%	1,764.70	2.89%
其他应付款	896.70	1.40%	1,433.38	2.12%	2,298.98	3.77%
一年内到期的非流动负债	1,024.03	1.60%	1,021.05	1.51%	-	-
流动负债合计	19,417.22	30.29%	24,738.61	36.52%	28,951.31	47.49%
长期借款	12,030.02	18.77%	10,569.32	15.60%	101.01	0.17%
应付债券	29,800.00	46.48%	29,750.00	43.92%	29,550.00	48.47%

递延收益	2,705.05	4.22%	2,631.29	3.88%	2,362.80	3.88%
非流动负债合计	44,690.23	69.71%	43,003.28	63.48%	32,013.80	52.51%
负债合计	64,107.45	100.00%	67,741.89	100.00%	60,965.12	100.00%
有息负债	54,537.36	85.07%	53,856.85	79.50%	48,216.11	79.09%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，公司 2016 年一季度财务报告，鹏元整理

2015年底公司有息负债占负债总额的79.50%，有息负债占比较高。从公司有息负债偿还期限看，在未考虑本期债券回售的情形下，2016年到期有息负债为13,484.87万元，2019年到期有息负债为40,231.95万元，公司债务存在集中偿还风险。

表 18 截至 2015 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年	2019 年	2021 年
短期借款	12,463.82	-	-	-
一年内到期的非流动负债	1,021.05	-	-	-
短期有息负债合计	13,484.87	-	-	-
长期借款	-	6.03	10,481.95	81.34
应付债券	-	-	29,750.00	-
长期有息负债合计	-	6.03	40,231.95	81.34
有息负债合计	13,484.87	6.03	40,231.95	81.34

注：表 18 在计算有息负债时未包含长期应付款，且未考虑本期债券 2017 年回售的情况。

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，公司 2016 年一季度财务报告，鹏元整理

从偿债指标看，公司2015年末资产负债率为42.12%，较2014年上升5.38个百分点，公司总体债务水平一般。2015年末公司流动比率为2.01、速动比率为1.38，且波动较小。由于公司2015年利润大幅下降，EBITDA利息保障倍数降至-0.74，有息债务/EBITDA降至-23.86，公司盈利对债务保障能力显著下降。

表 19 2014-2016 年 3 月公司偿债能力指标

指标名称	2016 年一季度	2015 年	2014 年
资产负债率	41.15%	42.12%	36.73%
流动比率	2.35	2.01	2.43
速动比率	1.43	1.38	1.83
EBITDA（万元）	-	-2,257.25	10,419.96
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.74	4.50
有息债务/EBITDA	-	-23.86	4.63

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，公司 2016 年一季度财务报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能继续有效提升本期债券的信用水平

中合担保出具了担保函，承诺为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用，保证期间为债券存续期及债券到期之日起六个月。在本期债券到期之前，中合担保发生分立、停产停业等足以影响债券持有人利益的重大事项时，公司应在一定期限内提供新的保证，公司不提供新的保证时，债券持有人有权要求公司、中合担保提前兑付债券本息。

2015年我国宏观经济增速继续放缓，企业整体信用风险上升，债券实质性违约频繁发生；担保行业整体增速有所放缓，信用风险增加导致代偿率继续上升；政府出台多项政策，进一步规范融资担保行业市场秩序，继续促进融资担保机构服务继续向小微企业和“三农”领域倾斜。

公司担保业务继续快速发展，2015年公司新增担保项目433笔，当期担保责任增加额288.70亿元，同比增长31.11%。随着担保业务的快速发展，公司担保业务收入也呈现较快增长，2015年实现担保业务净收入5.12亿元，同比增长63.06%。截至2015年末公司在保个案业务115笔，在保责任余额485.64亿元，同比增长67.80%；在保批量业务217笔，在保责任余额2.54亿元，同比下降81.46%。个案业务增长迅速，在保责任余额占比较大，截至2015年末，个案业务在保责任余额占公司担保责任余额的99.48%；批量业务虽然数量较多，但考虑中小企业信用风险上升，跟踪期内其在保责任余额继续下降，截至2015年末，批量业务在保责任余额仅占公司担保责任余额的0.52%。目前宏观经济增速放缓，受需求减弱、产能过剩和房地产市场调整等多重因素影响，企业尤其是中小微企业经营风险和财务风险上升，信用风险继续加大。2014年及2015年，中合担保分别发生9笔和25笔代偿，相对于2013年，代偿笔数和代偿金额均有较为明显的增加。

表 20 2014-2015 年中合担保担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2014 年
新增担保笔数（笔）	433	1,857
当期担保责任增加额	288.70	220.19
当期解除担保额	103.63	37.84
其中：个案业务	88.68	19.50
批量业务	14.96	18.34
当期担保业务净收入	5.12	3.14
期末在保责任余额	488.18	303.12
其中：个案业务	485.64	289.42
批量业务	2.54	13.70

资料来源：中合担保提供，鹏元整理

截至 2015 年 12 月 31 日，中合担保资产总额为 770,577.50 万元，所有者权益合计为 579,794.29 万元，资产负债率为 24.76%；2015 年度，中合担保实现营业收入 106,837.47 万元，利润总额 58,329.89 万元，经营活动现金流净额 23,112.02 万元。

表 21 2014-2015 年中合担保主要财务指标

项目	2015 年	2014 年
总资产（亿元）	77.06	63.24
所有者权益合计（亿元）	57.98	54.31
资产负债率	24.76%	14.12%
营业收入（亿元）	10.68	6.95
投资收益（亿元）	4.21	3.94
利润总额（亿元）	5.83	3.45
综合毛利率	54.26%	49.49%
净资产收益率	7.92%	4.97%
经营净现金流（亿元）	2.31	2.54
当期担保责任增加额（亿元）	288.70	220.19
期末在保责任余额（亿元）	488.18	303.12
担保风险准备金（亿元）	11.77	7.37
净资产放大倍数	8.42	5.58
当期担保代偿率	1.32%	1.46%

资料来源：中合担保提供，鹏元整理

中合担保是国内注册资本最大的担保机构之一，雄厚的资本实力以及强大的股东背景为中合担保各类担保业务的开展提供了有力支持；中合担保实收资本规模较大，现金类资产较充裕，可为担保代偿提供较好支持。

此外，鹏元也关注到担保行业与宏观经济运行周期密切相关，业务受宏观经济波动影响较大；中合担保成立时间较短，内部制度、体系、流程完善尚需一定时间，当前各项业务操作及制度实施效果尚待检验。

经鹏元评定，中合担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能继续为本期债券偿还提供较强保障，有效提升本期债券的信用水平。

七、评级结论

2015 年我国纺织行业内需增速放缓，出口需求小幅下降，而同期纺织业固定资产投资仍处于较高水平，纺织行业经营环境严峻。公司作为专注户外运动的纺织企业，与主要客户之间建立了稳定的合作关系；且 2015 年公司主要原材料羊毛和涤纶市场价格处于下降态势，有利于降低公司的生产经营成本；中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证

担保能够继续有效提升本期债券的信用水平。但同时我们也关注到公司客户集中度较高、营业收入易受大客户订单需求影响，公司在湖北和巴基斯坦生产基地项目运营不及预期、且新建项目产能消化存在一定压力，自有品牌持续亏损，公司2015年盈利大幅下滑、偿债能力显著下降。同时公司湖北、巴基斯坦生产基地主要用于中低端服装生产，公司作为中低端市场的新进入者面临比较激烈的竞争压力，加之逐渐上升的人工成本、折旧摊销成本，公司毛利率存在较大的下行压力。

综上，鹏元对公司及本期债券的2016年度跟踪评级结果为：维持本期债券信用等级为AAA，维持公司主体长期信用等级为AA-，并移出信用评级观察名单，评级展望调整为负面。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
货币资金	9,372.95	13,441.08	28,731.77	30,760.81
应收账款	10,432.87	13,008.76	13,157.97	9,630.90
预付款项	3,238.97	2,330.04	5,244.07	3,709.85
其他应收款	1,587.20	1,478.78	1,328.79	2,032.49
存货	17,944.76	15,695.37	17,282.40	20,704.72
其他流动资产	3,063.32	3,843.94	4,655.67	
流动资产合计	45,640.08	49,797.97	70,400.67	66,838.77
长期股权投资	22,038.39	22,038.39	21,092.09	1,085.37
固定资产	76,849.24	77,770.17	45,146.27	47,199.16
在建工程	1,723.45	1,924.12	19,911.55	1,161.08
无形资产	4,963.57	4,991.05	5,063.55	4,508.45
长期待摊费用	1,235.01	1,371.42	1,453.09	234.05
递延所得税资产	3,333.67	2,953.84	2,911.20	2,111.66
非流动资产合计	110,143.32	111,048.98	95,577.75	56,299.77
资产总计	155,783.40	160,846.96	165,978.42	123,138.54
短期借款	11,528.15	12,463.82	18,565.10	11,254.34
应付账款	5,369.35	6,791.41	5,762.90	5,309.34
预收款项	217.20	185.19	197.56	237.75
应付职工薪酬	52.99	596.29	219.62	94.41
应交税费	326.15	459.65	142.45	-85.77
应付利息	2.66	1,787.82	1,764.70	3.12
其他应付款	896.70	1,433.38	2,298.98	846.41
一年内到期的非流动负债	1,024.03	1,021.05		
其他流动负债		0.00		2,014.79
流动负债合计	19,417.22	24,738.61	28,951.31	19,674.38
长期借款	12,030.02	10,569.32	101.01	
应付债券	29,800.00	29,750.00	29,550.00	
长期应付款	155.16	52.66		
递延收益	2,705.05	2,631.29	2,362.80	
非流动负债合计	44,690.23	43,003.28	32,013.80	
负债合计	64,107.45	67,741.89	60,965.12	19,674.38
股本	83,200.00	83,200.00	83,200.00	41,600.00
资本公积	201.46	201.46	201.46	33,594.04
其他综合收益	-522.42	-931.17	-755.82	

盈余公积	4,800.20	4,800.20	4,800.20	4,180.77
未分配利润	2,536.23	4,150.02	15,213.97	24,718.42
归属于母公司所有者权益合计	90,215.47	91,420.51	102,659.81	103,546.25
少数股东权益	1,460.48	1,684.55	2,353.49	-82.09
所有者权益合计	91,675.95	93,105.06	105,013.30	103,464.16
负债和所有者权益总计	155,783.40	160,846.96	165,978.42	123,138.54

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，公司 2016 年一季度财务报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年一季度	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业总收入	14,401.68	70,082.52	87,260.94	89,641.03
其中：营业收入	14,401.68	70,082.52	87,260.94	89,641.03
二、营业总成本	17,218.05	81,353.86	85,092.85	81,375.47
其中：营业成本	11,760.82	55,721.72	61,857.40	65,079.92
营业税金及附加	22.29	118.99	113.28	133.78
销售费用	2,447.35	9,550.82	11,224.21	8,915.53
管理费用	2,260.44	13,509.04	9,091.90	6,605.36
财务费用	896.97	2,452.30	2,651.26	421.62
资产减值损失	-169.81	0.99	154.80	219.27
投资净收益	246.48	906.20	29.42	3.57
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	246.48	906.20	29.42	3.57
三、营业利润	-2,569.90	-10,365.14	2,197.51	8,269.13
加：营业外收入	84.05	510.67	417.83	3,713.23
减：营业外支出	10.00	1,198.50	0.51	52.39
其中：非流动资产处置净损失		1,176.04	0.21	
四、利润总额	-2,495.85	-11,052.97	2,614.84	11,929.98
减：所得税	-664.96	19.54	262.69	2,095.90
五、净利润	-1,830.89	-11,072.50	2,352.15	9,834.07
减：少数股东损益	-217.10	-840.55	-410.83	-27.76
归属于母公司所有者的净利润	-1,613.79	-10,231.95	2,762.97	9,861.83

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，公司 2016 年一季度财务报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016 年一季度	2015 年	2014 年	2013 年
销售商品、提供劳务收到的现金	20,802.37	72,806.29	86,303.69	88,379.07
收到的税费返还	1,790.71	5,119.90	5,761.96	5,457.81
收到其他与经营活动有关的现金	387.13	712.62	1,507.45	4,733.23
经营活动现金流入小计	22,980.21	78,638.81	93,573.09	98,570.11
购买商品、接受劳务支付的现金	12,722.74	42,092.78	53,703.32	60,764.28
支付给职工以及为职工支付的现金	4,557.60	22,113.11	17,938.62	16,721.71
支付的各项税费	3.20	2,245.38	3,712.61	4,398.87
支付其他与经营活动有关的现金	4,732.76	12,045.57	11,226.21	8,972.14
经营活动现金流出小计	22,016.30	78,496.84	86,580.76	90,857.00
经营活动产生的现金流量净额	963.92	141.97	6,992.34	7,713.11
收回投资收到的现金	-	3,000.00	55,000.00	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	15.00	268.18	61.66	33.45
收到其他与投资活动有关的现金	-	331.80	1,400.00	-
投资活动现金流入小计	15.00	3,599.98	56,461.66	33.45
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3,018.38	20,449.16	23,465.73	6,994.32
投资支付的现金	-	0.00	76,427.29	1,550.00
支付其他与投资活动有关的现金	-	800.00	-	300.00
投资活动现金流出小计	3,018.38	21,249.16	99,893.02	8,844.32
投资活动产生的现金流量净额	-3,003.38	-17,649.19	-43,431.37	-8,810.87
吸收投资收到的现金	-	0.50	2,773.18	-
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	0.50	2,773.18	-
取得借款收到的现金	4,034.54	29,845.77	32,788.22	23,154.34
收到其他与筹资活动有关的现金	-	83.77	212.21	628.55
发行债券收到的现金	-	0.00	30,000.00	-
筹资活动现金流入小计	4,034.54	29,930.04	65,773.61	23,782.89
偿还债务支付的现金	3,506.54	24,488.78	25,376.45	17,770.14
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,479.44	4,306.78	3,881.32	1,928.86
支付其他与筹资活动有关的现金	-	834.30	1,815.00	-
筹资活动现金流出小计	5,985.99	29,629.87	31,072.77	19,699.00
筹资活动产生的现金流量净额	-1,951.44	300.17	34,700.83	4,083.89
汇率变动对现金的影响	-77.23	1,294.28	-290.84	-417.45
现金及现金等价物净增加额	-4,068.13	-15,912.77	-2,029.04	2,568.68
期初现金及现金等价物余额	13,441.08	28,731.77	30,760.81	28,192.13

期末现金及现金等价物余额	9,372.95	12,819.00	28,731.77	30,760.81
--------------	----------	-----------	-----------	-----------

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，公司 2016 年一季度财务报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	-11,072.50	2,352.15	9,834.07
加：资产减值准备	0.99	154.80	219.27
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,986.79	4,733.68	4,408.29
无形资产摊销	119.63	115.12	48.55
长期待摊费用摊销	646.97	641.41	190.89
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	1,138.51	-5.98	-17.86
财务费用	2,189.91	2,740.19	425.12
投资损失	-906.20	-29.42	-3.57
递延所得税资产减少	-42.64	-799.55	-742.65
存货的减少	1,587.03	3,307.16	-701.15
经营性应收项目的减少	-1,184.87	-5,637.41	-5,490.69
经营性应付项目的增加	2,741.66	-579.81	-457.16
其他	-63.30		
经营活动产生的现金流量净额	141.97	6,992.34	7,713.11
现金的期末余额	12,819.00	28,731.77	30,760.81
减：现金的期初余额	28,731.77	30,760.81	28,192.13
现金及现金等价物净增加额	-15,912.77	-2,029.04	2,568.68

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
综合毛利率	18.34%	20.49%	29.11%	27.40%
期间费用率	38.92%	36.40%	26.32%	17.78%
营业利润率	-17.84%	-14.79%	2.52%	9.22%
总资产回报率	-	-4.90%	3.41%	10.61%
净资产收益率	-1.98%	-11.18%	2.26%	9.88%
有息债务（万元）	-	54,537.36	53,856.85	48,216.11
资产负债率	-	41.15%	42.12%	36.73%
流动比率	-	2.35	2.01	2.43
速动比率	-	1.43	1.38	1.83
EBITDA（万元）	-	-2,257.25	10,419.96	17,053.68
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.74	4.50	35.83
应收账款周转天数	-	67.21	47.01	32.73
存货周转天数	-	106.53	110.54	112.59
应付账款周转天数	-	40.55	32.22	32.52
净营业周期	-	133.19	125.33	112.80
流动资产周转天数	-	308.72	283.09	250.65
固定资产周转天数	-	315.70	190.49	180.24
总资产周转天数	-	839.42	596.38	469.75

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，公司 2016 年一季度财务报告

附录五 截至2015年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
上海嘉麟杰服饰有限公司	200 万元	100.00%	服装服饰生产加工
上海嘉麟杰运动用品有限公司	5,600 万元	100.00%	体育用品, 服装服饰, 鞋帽箱包, 户外用品及器械
SCT 日本株式会社	8,920 万日元	98.65%	各种服装服饰产品的销售
连云港冠麟服饰有限公司	800 万元	100.00%	服装制造、销售
Super.Natural Europe Ltd.	120 万瑞士法郎	90.00%	各种服装服饰产品的销售
湖北嘉麟杰纺织品有限公司	10,000 万元	100.00%	高档织物面料的织染及后整理加工、生产和销售
上海乐菱时装有限公司	662.17 万元	100.00%	生产各类高档服装及服饰品
上海嘉麟杰企业发展有限公司	12,000 万元	100.00%	投资管理
湖北嘉麟杰服饰有限公司	1,500 万元	100.00%	服装加工
CHALLENGE APPARELS LIMITED	1,000 万美元	65.00%	服装加工
上海嘉麟杰投资管理中心（有限合伙）	10000 万元	99.00%	投资管理
上海巴麟投资管理有限责任公司	17201 万元	99%	投资管理
郑州嘉麟杰有限公司	100 万元	100.00%	商业贸易

资料来源：公司 2015 年度审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转天数	$360/[2 \times \text{营业收入} / (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额})]$
	应收账款周转天数	$360/[2 \times \text{营业收入} / (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额})]$
	存货周转天数	$360/[2 \times \text{营业成本} / (\text{期初存货} + \text{期末存货})]$
	应付账款周转天数	$360/[2 \times \text{营业成本} / (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额})]$
	净营业周期(天)	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	$360/[2 \times \text{营业收入} / (\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额})]$
	总资产周转天数	$360/[2 \times \text{营业收入} / (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额})]$
盈利能力	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	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	营业利用率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务
	有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务

附录七 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。