

上海嘉麟杰纺织品股份有限公司

**2014 年公司债券 2017 年跟踪
信用评级报告**



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人員已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【81】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：2.40 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：
张伟亚 刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
zhangwy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司纺织制造
企业主体长期信用评级
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 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	A+	AA-
评级展望	稳定	负面
评级日期	2017 年 05 月 15 日	2016 年 06 月 27 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“本债券”或“14 嘉杰债”）2017 年度跟踪评级结果为：本债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级下调为 A+，评级展望调整为稳定。该评级结果是考虑到公司与主要大客户关系保持稳定，2016 年新客户拓展取得一定成效，公司控股股东实力较强，中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为本债券提供不可撤销保证担保增强了本债券的安全性。但我们也关注到，公司业务毛利率水平较低，业务盈利空间存在进一步被压缩的可能、且盈利状况较差，公司 2016 年度管理层变动较大、业务经营不确定性增加，新建生产基地经营不及预期、盈利能否好转面临较大不确定性，有息债务规模较大等风险因素。

正面：

- 公司与主要大客户关系稳定，新客户拓展取得一定成效。公司与 ICEBREAKER NZ LTD、POLARTEC,LLC、KATHMANDU LIMITED 之间关系良好，该三大客户销售规模长期位居公司前三名。2016 年公司新拓展 UNIQLO CO.,LTD、上海莘威运动品公司等新客户，并取得了一定的新增收入，新客户拓展取得一定成效。
- 公司控股股东实力较强。2016 年，公司原实际控制人将持有的上海国骏投资有限公司（以下简称“上海国骏”）100%股权转让给东旭集团有限公司（以下简称“东旭集团”），上海国骏持有公司 19.61%的股权。转让完成后，东旭集团成为公司的

控股股东，东旭集团主要从事装备及技术服务业、玻璃基板制造业、环保建材制造业务等，业务范围广泛，2016 年末东旭集团总资产为 1,373.43 亿元，所有者权益为 510.91 亿元，当期营业收入规模为 210.90 亿元，利润总额为 28.03 亿元，东旭集团整体实力较强。

- **中合担保为本债券提供保证担保有效增强了本债券安全性。**本债券由中合担保提供全额不可撤销保证担保。经鹏元评定，中合担保最新主体信用评级为 AAA，其为本债券提供担保增强了本债券的安全性。

关注：

- **公司现有业务盈利空间存在进一步被压缩的可能，且盈利状况较差。**公司作为纺织领域的 ODM 企业，由于自有品牌开拓不足，业务毛利率相对较低。加上我国纺织行业竞争激烈、人力成本上升、东盟等人力成本较低的国家的纺织业产能替代等因素，公司毛利率水平较 2014 年下降了近 9 个百分点，2017 年一季度，公司综合毛利率降至 14.58%，较去年同期下降 3.76 个百分点，现有业务未来盈利空间存在进一步被压缩的可能。同时，公司 2016 营业利润为-0.38 亿元，亏损幅度虽有所收窄，但主要是因为处置股权收益所致，2017 年一季度营业利润为-0.36 亿元，亏损幅度较 2016 年同期有所扩大，公司整体盈利状况较差。
- **公司管理层变动较大，业务经营不确定性增加。**因东旭集团 2016 年成为公司控股股东，公司高层管理人员调整幅度较大。虽然公司在人员调整过程中保留了部分原高层管理人员，但考虑到新进入管理人员以前并未从事纺织行业，熟悉业务仍需一定时间，公司目前正在拓展的新业务效果也有待观察，需关注公司管理人员变动对生产经营稳定性造成的不确定性影响。
- **公司新生产基地运营不及预期，未来盈利能否好转存在较大不确定性。**2016 年，公司湖北、巴基斯坦生产基地进入生产阶段，但由于招工不足、工人效率不高等原因，产能未有效释放，导致相关子公司合计亏损 8,041.75 万元（按营业利润计算），考虑到公司湖北、巴基斯坦生产基地 2017 年仍会释放一定规模产能，公司扩建产能消化存在一定的压力，盈利能否好转也有待观察。
- **公司有息债务规模较大，存在一定的偿债压力。**公司 2016 年末有息债务规模为 5.37 亿元，占期末总负债的 77.25%，有息债务规模较大，且公司流动比率、速动比率有所下降，主营业务持续亏损，公司存在一定的偿债压力。

主要财务指标：

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	156,952.18	163,203.52	160,846.96	165,978.42
所有者权益合计（万元）	91,156.26	93,687.71	93,105.06	105,013.30
有息债务（万元）	45,072.49	53,701.46	53,856.85	48,216.11
资产负债率	41.92%	42.59%	42.12%	36.73%
流动比率	1.53	1.87	2.01	2.43
速动比率	0.84	1.31	1.38	1.83
营业收入（万元）	14,207.07	72,789.50	70,082.52	87,260.94
营业利润（万元）	-3,551.45	-3,786.25	-10,365.14	2,197.51
利润总额（万元）	-3,490.95	-1,478.15	-11,052.97	2,614.84
综合毛利率	14.58%	20.15%	20.49%	29.11%
总资产回报率	-	1.07%	-4.90%	3.41%
EBITDA（万元）	-	9,419.20	-2,257.25	10,419.96
EBITDA 利息保障倍数	-	2.93	-0.74	4.5
经营活动现金流净额（万元）	3,598.07	1,179.38	141.97	6,992.34

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

一、本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。2017年3月，投资者回售债券本金规模为6,037.30万元，本债券本息兑付情况如表1所示。

截至2017年3月31日，本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 2017 年 3 月 31 日本债券本息兑付情况（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
2017 年 3 月 19 日	6,037.30	2,250.00	23,962.70
合计	6,037.30	6,750.00	-

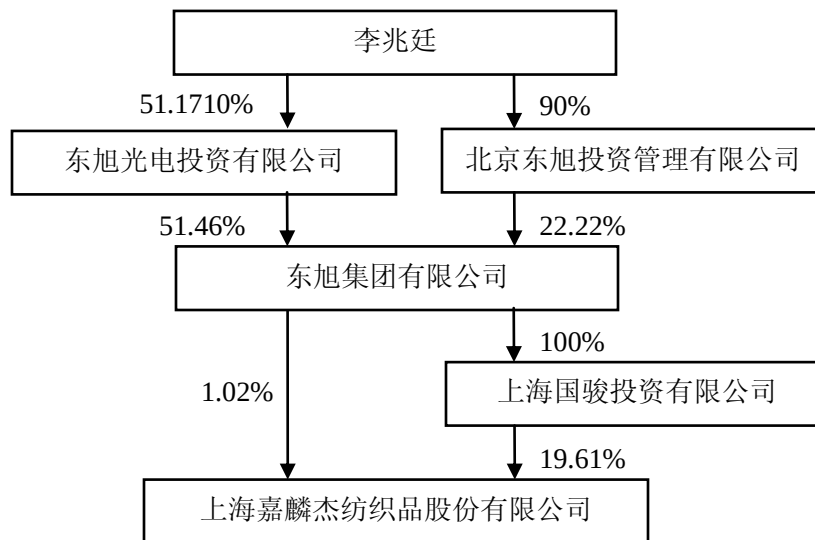
资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

2016年，公司注册资本、实收资本金额未发生变化，期末注册资本、实收资本金额均为83,200万元。

2016年11月，公司原实际控制人黄伟国先生与东旭集团签署了《关于上海国骏投资有限公司之股权转让协议》和《投票权委托协议》，约定黄伟国先生向东旭集团转让其持有的上海国骏100%股权（持有公司16,319万股，占公司总股本比例为19.61%），且将其个人直接持有的3,380万股公司股票（占公司总股本比例为4.06%）的投票权委托给东旭集团行使。转让完成后，东旭集团成为公司控股股东，实际控制人变更为李兆廷，截至本报告出具之日，工商登记已做变更。鹏元于2016年11月针对公司实际控制人变更事项出具了《关于关注上海嘉麟杰纺织品股份有限公司实际控制人变更事项的公告》。截至2017年3月31日，公司股权结构图如下：

图1 截至2017年3月31日公司股权结构图



资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年1月至2017年3月末，公司人事变动较大，重要人事变动情况如表2所示。

表2 2016年1月至2017年3月末公司重要人事变更情况

日期	姓名	变更前职务	变更后职务
2016年4月	井上哲也	董事	不再担任公司任何职务
	黄伟国	董事长兼总经理	董事长
2016年8月	曹军	监事	不再担任公司任何职务
2016年10月	凌云	副总经理兼董事会秘书	副总经理
2016年12月	黄伟国	董事长、董事及董事会战略委员会主任委员、提名委员会委员职务	不再公司担任任何职务
	杨启东	副董事长、董事及战略委员会委员	副总经理
	周宁	董事	副总经理
	陈艳	董事	副总经理
	陈南梁	独立董事、战略委员会委员、提名委员会主任委员、审计委员会委员、薪酬与考核委员会委员	不再担任公司任何职务
	徐志翰	独立董事、提名委员会委员、审计委员会主任委员、薪酬与考核委员会委员	不再担任公司任何职务
	关东捷	独立董事、战略委员会委员、审计委员会委员、薪酬与考核委员会主任委员	不再担任公司任何职务
	向仍源	监事会主席、监事	不再担任公司任何职务
	卜少石	监事	不再担任公司任何职务
2017年1月	高建	财务总监	不再担任公司任何职务
	王传雄	董事会秘书	不再担任公司任何职务
	杨世滨	总经理	董事、总裁

	刘平	董事	不再担任公司任何职务
2017年3月	李勤	-	新任公司财务总监

资料来源：公司公告，鹏元整理

2016 年公司转让其持有的上海嘉麟投资管理中心（有限合伙）和上海嘉麟杰运动用品有限公司（以下简称“嘉麟杰运动”）的全部股权，上海嘉麟投资管理中心（有限合伙）主要从事投资管理业务，嘉麟杰运动主要从事公司自营品牌“KR”的运营管理，公司因转让上述两家公司股权分别确认投资收益 438.37 万元和 3,615.58 万元。转让后公司合并范围子公司较 2015 年末减少 2 家，转让子公司股权事项对公司业务范围影响很小。截至 2017 年 3 月 31 日，公司主营业务范围未发生变化，仍以纺织面料和成衣制造为主。

表 3 2016 年公司减少合并范围子公司情况

子公司名称	处置前 持股比例	注册资本(万 元)	主营业务
上海嘉麟投资管理中心(有限合伙)	99.00%	10,000	投资管理
上海嘉麟杰运动用品有限公司	100.00%	5,600	户外运动服装品牌运营

资料来源：公司 2016 年年报，鹏元整理

截至2016年12月31日，公司资产总额为16.32亿元，所有者权益为9.37亿元，资产负债率为42.59%；2016年度，公司实现营业收入7.28亿元，利润总额-0.15亿元，经营活动现金净流入0.12亿元。

截至2017年3月31日，公司资产总额为15.70亿元，所有者权益为9.12亿元，资产负债率为41.92%；2017年一季度，公司实现营业收入1.42亿元，利润总额-0.35亿元，经营活动现金净流入0.36亿元。

三、运营环境

2016年我国纺织行业内外需求不振，行业增长缓慢，出口市场规模继续下滑，企业效益处于低位水平

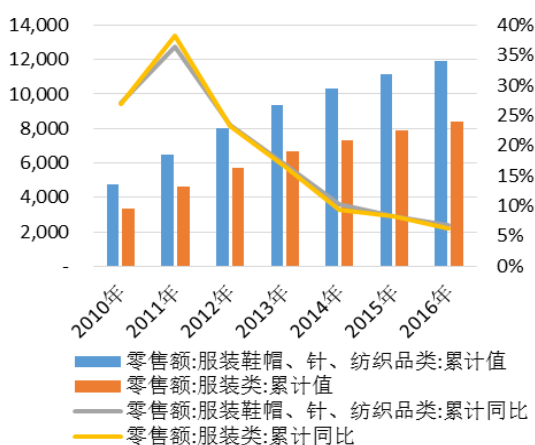
统计数据显示，2016年我国规模以上纺织业工业增加值和规模以上纺织服装、服饰业工业增加值同比增速分别为5.5%、3.8%，较2015年分别下降1.5个百分点和0.6个百分点，纺织行业产出增速放缓，且增速水平较低。

需求端，2016年纺织行业内外需求景气度继续下滑。从国内市场需求看，自2011年纺织服装（含鞋帽、针、纺织品）需求增速达到顶点以来，需求增速已经连续5年下滑，增速放缓趋势明显。2016年我国限额以上企业服装鞋帽、针、纺织品类零售额为1.19万亿元（服装类为0.84万亿元），同比增长6.82%（服装类同比增长6.29%），增速较2015年下降

1.5个百分点（服装类同比增速下降1.95个百分点）。服装需求是居民生活基础性需求，受国民收入水平影响较大，虽然近年来我国居民收入水平持续提升为服装需求释放提供了支持条件，但居民收入中衣物消费支出占比较高（2015年该比例为4%，同期日本、美国该比例为3%、2.4%），居民服装消费支出增长动能不足，加之我国服装行业同质化竞争严重，多样化、个性化需求难以深层次挖掘，未来国内服装需求增速提升存在较大压力。

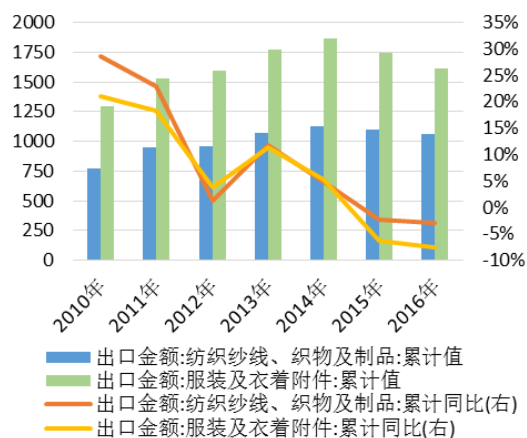
出口方面，我国纺织品及服装出口继2015年下降4.9%之后，2016年继续下降，且跌幅扩大至5.9%，纺织品及服装出口正式进入调整周期。分产品类型看，2016年纺织纱线、织物及制品出口1,062.17亿美元，较上期下降3.04%，服装及衣着附件出口1,610.18亿美元，较上期下降7.65%。我国对主要地区服装出口规模均呈下降态势，其中，对欧盟出口495亿美元，下降6.8%，对美国出口450.2亿美元，下降5.7%，对东盟出口333.6亿美元，下降6.9%，对日本出口203.3亿美元，下降6.1%，其中对美出口系20年来首降。在我国纺织品及服装出口规模下降的同时，东盟国家纺织品在欧盟、美国及日本市场份额正在提升，2016年分别提升0.7个百分点、0.3个百分点、2个百分点，而同期中国对三个地区的纺织品及服装出口份额分别下降2.1个百分点、1.1个百分点、3个百分点。中国对欧盟、美国、东盟、日本几个主要地区纺织品及服装出口规模下降一方面是受出口国经济增长缓慢影响，另一方面是因为面对东盟国家的低人力成本竞争损失了一定的市场份额，由于中国人口红利、环境红利因素正逐渐削弱直至消失，后一种原因将成为制约我国出口增长的长期因素。

图2 2010-2016年限额以上企业纺织服装(含鞋帽)企业零售情况(单位:亿元)



资料来源: wind, 鹏元整理

图3 2010-2016年我国纺织品及服装出口情况(单位:亿美元)

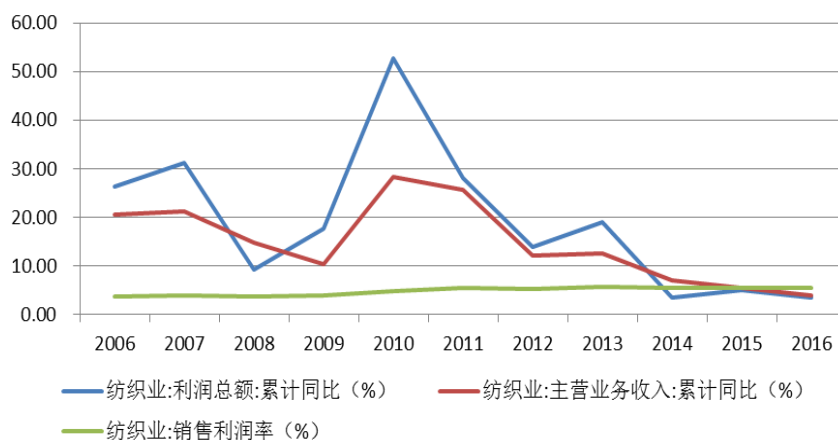


资料来源: wind, 鹏元整理

在行业需求下降的大背景下，我国纺织行业企业效益处于较低水平。2016年纺织业主营业务收入40,869.70亿元，同比增长3.9%，增速较上年回落1.5个百分点；实现利润总额2,194.10亿元，同比增长2.5%，增速较上年回落1.6个百分点；销售利润率为5.37%，较上年

略有下降；当期纺织业企业亏损总额为77.00亿元，同比下降18.26%。

图4 2006-2016年纺织业运行效益指标情况

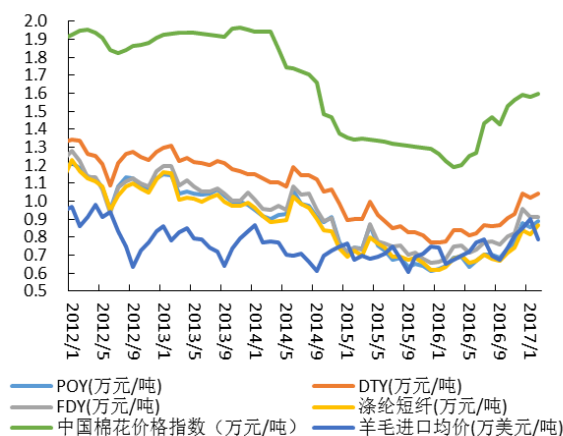


资料来源：wind，鹏元整理

2016年纺织纤维价格上升幅度较大，行业成本负担加重

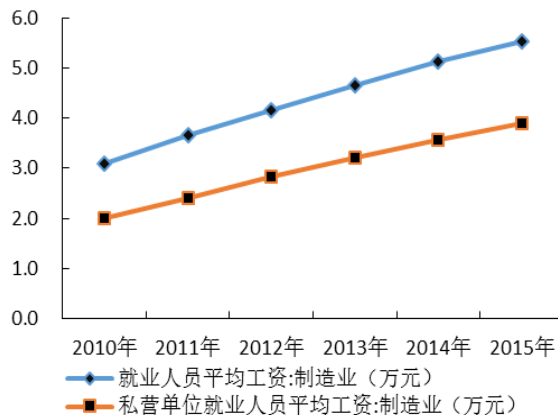
纺织用纤维包括化学纤维和天然纤维，两者在纺织行业的用量占比约为6:4，其中，化学纤维以涤纶为主（约占纺织用纤维的50%），天然纤维以羊毛、棉花为主。2016年，纺织用纤维价格呈现普涨状态。其中，化学纤维方面，受2016年石油价格反弹影响，涤纶长纤及短纤价格持续上升且涨幅明显，主要产品价格涨幅在30%以上；天然纤维方面，我国纺织用羊毛约3/4来自进口，2016年羊毛进口价格总体处于上升态势，较年初上涨约15%左右，棉花因受到棉花产量下降、棉花种植周期、进口配额限制及游资炒作影响，全年价格涨幅约为25%。纺织制造行业属于劳动密集型行业，人力成本占生产成本比重较高。近年来，我国人口红利优势逐渐减弱，劳动力成本快速上升，2015年制造业就业人员平均工资为5.53万元，是2010年的1.79倍，进一步增加了纺织业成本压力。

图5 2012-2016年主要纺织原材料价格情况



资料来源: wind, 鹏元整理

图6 2010-2015年我国制造业人员工资情况



资料来源: wind, 鹏元整理

由于我国纺织品和服装出口定价能力较弱,且内销价格上涨空间有限(服装消费支出占居民可支配收入比例较高),在上游成本大幅上升的情况下,纺织服装企业成本负担加重。目前,石油和天然气(石油和天然气系制造涤纶的主要原料)价格仍高于2016年水平,棉花的种植面积持续下降,纺织用纤维价格存在进一步涨价的压力,加之我国人力成本近年上升较快、环境保护趋严,纺织行业面临的成本负担日渐加重。

印染行业投资增速放缓,行业内企业分化加剧,行业集中度有所提升

据中国纺织经济信息网,2016年规模以上印染企业印染布产量534亿米,较2015年增长4.74%,增速有所改善。2016年1-5月份,印染企业500万元以上项目固定资产投资141.52亿元,同比增加0.47%,增速较2015年同期回落0.16个百分点。印染行业投资增速放缓一方面因经营压力加大影响,企业投资积极性不足;另一方面,环保成本增加,地方政府对印染企业技改投资的条件提高。

印染行业是纺织产业链中的关键环节,附加值高、技术要求高,也是节能减排、环境保护的重点行业。由于我国排放标准不断提高,且监管力度不断加大,印染行业发展空间收窄。根据2015年新《环保法》和《纺织染整工业水污染排放标准》,要求自2015年1月1日起,现有印染企业COD直接排放需控制在80mg/L,间接排放控制在200mg/L,造成部分印染企业面临关闭;2015年4月2日国务院印发《水污染防治行动计划的通知》,要求2016年底前,按照水污染防治法律法规要求,全部取缔不符合国家产业政策的小型造纸、制革、印染、染料等严重污染水环境的生产项目;2016年11月24日国务院印发《“十三五”生态环境保护规划》,要求印染等重点行业,制定限期整治方案,推进行业达标排放改造。受此影响,浙、粤、冀、川等多省纺织印染企业被强制关停,其中,成都市展开了史上规模

最大的环境污染整治，在2017年3月31日之前，成都市所有的“三无”印染企业都要强制关停；国内印染行业最集中的绍兴市，也于2016年出台《绍兴市2017年深化供给侧结构性改革的工作方案》推动印染行业整合发展。据绍兴市经信委统计显示，2016年绍兴市累计关停整治印染企业107家，占企业总数的31.8%。

受环保要求提高，印染企业环保成本将大幅提升，同时行业产能扩张也受到限制，部分不达标企业被淘汰，印染业企业集中度有所提升。长期来看，印染产业内大型、优质企业将获得更大的发展空间，行业内企业分化加剧。

纺织制造行业竞争激烈，国内企业工艺装备水平不断提高，但未来仍将面临发达国家在产业链高端、发展中国家在产业链低端的双重竞争

纺织制造行业是中国最早开始市场化运作的行业之一，国内的纺织制造行业处于完全竞争状态。随着行业盈利水平的提高和纺织品出口配额的取消，非国有纺织制造企业发展迅猛，生产规模大幅增加，纺织制造行业竞争不断加剧。目前我国纺织制造企业的竞争更多的表现为成本方面的竞争，在创新和提高产品附加值等方面还有所欠缺。尤其是一些规模较小的纺织制造企业，其创新能力和质量水平有限，致使我国纺织品存在质量不均衡、个体差异大、质量不稳定等问题。目前国内领先的纺织制造企业已意识到创新和技术水平在提升企业竞争能力的重要性，加大了先进设备和技术改造的投入，工艺装备水平逐步提高。

从国际市场竞争环境来看，我国纺织制造产业近几年重点支持的项目是面料升级，这使得我国棉质面料和新型纤维面料国际竞争力得到提升。但是，我国纺织制造行业整体水平与国际发达国家相比还存在一定差距，而且面临其他发展中国家的竞争。未来，我国纺织工业将面临发达国家在产业链高端、发展中国家在产业链低端的双重竞争。发达国家凭借技术、品牌和供应链整合的优势，占据着市场的主动地位。其他发展中国家凭借劳动力成本、资源、贸易环境等比较优势，纺织工业将会得到快速发展。同时，部分发展中国家货币贬值加速，将与我国在中低端产品市场展开更加激烈的竞争。

四、经营与竞争

公司主要从事户外运动功能性面料及成衣的研发、生产与销售业务，生产环节覆盖坯布织造、印染整理及成衣缝制，产品种类包括起绒类面料、纬编羊毛面料、运动型功能面料及相关面料的成衣制品，2016年公司主营业务未发生变化。

受纺织行业外贸需求低迷影响，公司2016年来自国外的营业收入规模继续下降，全年共实现营业收入7.28亿元，较上期仅增长3.86%，公司营业收入中86.23%来自海外销售。

分产品看，公司2016年成衣销售收入和面料销售收入规模均小幅增长，销售产品仍以成衣为主，成衣销售收入占当期营业收入的80.04%。毛利率方面，因面料合格率及面料销售结构变化，公司2016年面料产品毛利率提升较快，成衣产品毛利率降幅较小，综合毛利率与上期基本持平，为20.15%。

表 4 2015-2016 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目		2016 年		2015 年	
		金额	毛利率	金额	毛利率
分地区	外销	62,764.84	23.30%	65,701.92	20.61%
	内销	10,024.66	0.38%	4,380.60	18.78%
	合计	72,789.50	20.15%	70,082.52	20.49%
分产品	成衣	58,262.52	21.08%	57,838.66	22.90%
	面料	14,521.60	16.39%	12,240.90	9.10%
	其他	5.38	100.00%	2.95	100.00%
	合计	72,789.50	20.15%	70,082.52	20.49%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司产品附加值较低，盈利空间提升有限，考虑到纺织行业目前竞争激烈、经营成本压力逐渐显现，公司未来业务盈利空间存在进一步被压缩的可能

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，其中，面料产品系自主研发，适用范围较广。公司面料、成衣生产均采用订单生产模式，产品销售以直销为主，少部分通过中间商间接销售。经过多年深耕细分领域，公司在高端户外运动服装领域形成了一定的知名度，与国际运动服饰品牌ICEBREAKER NZ LTD、POLARTEC,LLC、KATHMANDU LIMITED之间建立了稳定的业务关系，销售收入也主要来自国外市场，2016年来自国外市场的销售收入占营业总收入的86.23%。

虽然公司ODM产品定位户外运动高端市场（主要是公司生产的高端面料），但公司尚未形成具有一定销售规模的自有终端产品品牌，故公司生产的高端面料或直接出售给客户，或制作成成衣然后由客户贴牌销售（以自有品牌对外销售的成衣规模偏小），产品附加值较低。目前，公司收入主要来自ICEBREAKER NZ LTD、POLARTEC,LLC、KATHMANDU LIMITED三大客户³，公司与三大客户之间合作关系稳定，2016年来自前该三大客户的销售收入占当期总收入的比重分别为32.20%、13.11%、5.34%，合计占比为50.65%（该比例2014年、2015年分别为65.33%、59.29%），销售对大客户依赖程度较高。

³ 注：公司向 ICEBREAKER NZ LTD 销售产品为纬编羊毛成衣，向 POLARTEC,LLC 和 KATHMANDU LIMITED 销售产品为双面绒面料。

在纺织行业外需下降的环境下，公司主要客户门店扩张和囤货的意愿下降，加上东盟国家服装行业低成本优势逐渐显现，公司来自前三大客户的订单需求逐年下降。为应对三大客户需求下滑影响，公司在积极拓展新客户，目前已经拓展了UNIQLO CO.,LTD、迪卡侬、上海莘威运动品有限公司等新客户，其中，新客户UNIQLO CO.,LTD（优衣库）和上海莘威运动品有限公司2016年共实现销售收入0.58亿元，新客户拓展取得一定成效。但公司新开拓的大客户产品定位偏向中低端，相关产品的替代供应商较多，且东盟国家凭借较低的人力成本优势正在挤占我国纺织企业的市场份额，公司未来与新客户之间的合作情况有待观察。

表 5 2015-2016 年公司前五大客户销售情况（单位：万元）

公司	2016 年		2015 年	
	销售额	占比	销售额	占比
ICEBREAKER NZ LTD	23,439.46	32.20%	26,894.17	38.38%
POLARTEC,LLC	9,540.94	13.11%	8,600.03	12.27%
KATHMANDU LIMITED	3,888.14	5.34%	6,057.40	8.64%
UNIQLO CO.,LTD	3,618.64	4.97%	-	-
上海莘威运动品有限公司	2,177.22	2.99%	-	-
Pacific Textiles USA	-	-	4,482.62	6.40%
YINA INTERNATIONAL	-	-	1,926.29	2.75%
合计	42,664.39	58.61%	47,960.51	68.44%

资料来源：公司 2015-2016 年年度报告，鹏元整理

产品毛利率方面，2016年公司面料毛利率提升较多，成衣毛利率小幅下降。公司湖北面料生产基地2016年开始投产，面料成品率、工人熟练程度提高，面料平均生产成本较上期下降4.77%，同时因面料产品结构的变化，面料平均售价较上期提升3.53%，综合影响下公司面料毛利率上升7.29个百分点。成衣方面，公司2016年新增UNIQLO CO.,LTD和迪卡侬等客户，当期UNIQLO CO.,LTD和迪卡侬加工的成衣数量为70万件和300万件，分别占成衣总产量的8.97%和38.45%，由于UNIQLO CO.,LTD和迪卡侬产品偏中低端，成衣平均售价和成本较上期均显著下滑，毛利率较上期下降1.82个百分点。根据公司与UNIQLO CO.,LTD、迪卡侬之间的合作计划，未来为UNIQLO CO.,LTD、迪卡侬加工的成衣数量将会继续增加，公司成衣毛利率存在进一步下滑的压力。因公司2017年一季度销售产品中面料占比较多，而面料毛利率低于成衣，加上新建生产基地运营效率仍处于爬坡阶段，公司一季度业务毛利率降至14.58%，较去年同期下降3.76个百分点。

表 6 2015-2016 年公司面料及成衣销售情况

产品类型	项目	单位	2016 年	2015 年	同比增减
------	----	----	--------	--------	------

面料	平均售价	元/米	24.22	23.39	3.53%
	平均成本	元/米	20.25	21.26	-4.77%
成衣	平均售价	元/件	74.66	96.96	-23.00%
	平均成本	元/件	58.93	74.76	-21.18%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年，公司面料、成衣产销量较2015年均较大幅度上升。其中，湖北嘉鱼高档织物面料及服装生产研发基地开始投产，面料销售量和生产量分别同比增长14.59%、16.71%，面料库存量较上期下降20.98%。因新增UNIQLO CO.,LTD、迪卡侬等客户，成衣产销量增长显著，增幅均在30%以上，当期成衣库存也有较大幅度的增长，但成衣库存均对应实际订单，故成衣不存在积压风险。

表 7 2015-2016 年公司面料及成衣销售情况

项目		2016 年	2015 年	同比增长
面料	销售量（万米）	599.62	523.29	14.59%
	生产量（万米）	574.16	491.94	16.71%
	库存量（万米）	95.92	121.38	-20.98%
成衣	销售量（万件）	780.32	596.51	30.81%
	生产量（万件）	826.65	607.04	36.18%
	库存量（万件）	78.72	32.39	143.04%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司2016年产品成本结构未发生较大变化，原材料和人工工资仍是公司营业成本最主要构成要素，各自占营业成本的比重分别为74.88%、14.96%。公司产品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，羊毛毛条系来料加工。主要受公司面料和成衣产量增加影响，公司当期原材料成本小幅增长2.57%；同时，纺织业属于劳动密集型行业，公司在人员薪酬制度上采取基本工资加年终奖金的形式，因2016年部分生产工人工资水平增加，当期人工工资较2015年同比增长了20.57%。目前，我国人口红利正在逐渐削弱、人力成本逐年上升，加上东盟等低人力成本国家产能替代能力逐渐增强，预计公司经营成本压力将会有所加大。

表 8 2015-2016 年公司生产成本构成（单位：万元）

项目	2016 年		2015 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	43,521.98	74.88%	42,432.09	76.15%	2.57%
人工工资	8,693.86	14.96%	7,210.39	12.94%	20.57%
折旧	2,333.31	4.01%	2,914.25	5.23%	-19.93%

能源	2,469.09	4.25%	1,925.19	3.46%	28.25%
其他	1,106.01	1.90%	1,239.81	2.22%	-10.79%
合计	58,124.25	100.00%	55,721.72	100.00%	4.31%

资料来源：公司提供，鹏元整理

结算方面，2016年公司与主要客户结算制度无变化，与主要客户之间支付仍以T/T结算和信用证结算方式为主，T/T结算账期一般是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，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，公司作为定位户外运动产品的ODM企业，产品附加值较低，盈利空间提升有限。同时，考虑到我国纺织行业面临低人力成本国家的竞争，公司经营成本压力逐渐显现，在此背景下公司盈利空间存在进一步被压缩的可能。

公司湖北、巴基斯坦产能扩建项目进入正式生产阶段，但生产经营不及预期，新建项目持续亏损

公司为满足不同层次客户需求，2013年成立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年成立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年公司成立Challenge Apparels Limited（以下简称“巴基斯坦嘉麟杰”），建设巴基斯坦生产基地，上述产能扩建项目已于2016年下半年进入正式生产阶段。截至2016年末，公司已有三个生产基地：上海金山生产基地主要从事面料和服装生产；湖北生产基地包括湖北嘉麟杰纺织和湖北嘉麟杰服饰，湖北嘉麟杰纺织主要从事面料生产，湖北嘉麟杰服饰主要从事服装生产；巴基斯坦生产基地主要从事面料和服装生产。三个生产基地中，金山生产基地主要生产公司前三大客户所需产品，产品相对高端，湖北生产基地和巴基斯坦生产基地产品偏向中低端。

表 9 截至 2017 年 3 月 31 日公司主要项目进展情况

项目	总投资	已投资	2016 年 实际产量	预计 2017 年 新增加产能
湖北嘉鱼高档织物面料及服装生产研发基地	3.71 亿元	3.59 亿元	240 万米	900 万米
湖北竹山服装生产基地	0.5 亿元	0.5 亿元	327 万件	500 万件
巴基斯坦服装生产基地	650 万美元	650 万美元	570 万件	0 万件

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年，公司新建生产基地产能逐步释放，但湖北生产基地招工仍不及预期，巴基

坦服装生产基地因当地发生恐怖袭击，治安情况不太理想，且巴基斯坦工人生产效率较低，公司湖北生产基地和巴基斯坦生产基地产能均未达到设计状态。随着招工工作的持续推进及工人生产效率的提升，公司湖北生产基地2017年预计将会新释放900万米的面料产能和500万件的成衣产能。由于公司湖北生产基地和巴基斯坦生产基地产品偏向中低端，订单利润水平较低，加上新建生产基地折旧和人员支出增加，运营新建生产基地的子公司2016年度继续亏损，亏损金额合计8,041.75万元（按营业利润算），这也是公司当期亏损的最主要原因。2017年，公司将继续推进湖北两处新建生产基地的招工工作，巴基斯坦生产基地的安全环境也得到改善，预计新建生产基地的生产状况将得到改善，但考虑到改善后公司产能将进一步增加，在当前行业环境不景气的情况下，公司新建产能存在一定消化压力。

表 10 2016 年公司重要子公司财务状况（单位：万元）

公司名称	总资产		营业收入		营业利润	
	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年
湖北嘉麟杰纺织	44,855.03	38,463.75	4,846.08	159.11	-3,523.93	-1,231.63
湖北嘉麟杰服饰	9,450.22	4,764.88	2,285.93	457.37	-2,188.31	-779.81
巴基斯坦嘉麟杰	8,430.55	10,795.37	4,126.02	5,364.86	-2,329.51	-2,126.89
嘉麟杰	163,203.52	160,846.96	72,789.50	70,082.52	-3,786.25	-10,365.14

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司自营品牌业务规模较小，2016年出让“KR”业务后自营品牌业务进一步收缩，但对公司整体业绩拖累减小

2016年以前，公司拥有“SN”和“KR”两个自营服饰品牌，但两个品牌业务规模均比较小，2015年合计收入占营业中收入的比重仅5.79%。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，产品主要面向海外客户，采取经销模式对外销售；“KR”品牌由嘉麟杰运动负责运营，产品面向国内客户，并主要采取自营模式对外销售。由于“KR”品牌面临竞争激烈，经营持续亏损，公司于2016年11月出让嘉麟杰运动全部股权。剥离“KR”品牌业务后，公司自营业务规模将进一步收缩，但考虑到“KR”品牌收入占总收入的比重仅3%左右，预计剥离“KR”品牌对公司经营收入影响很小。

表 11 2015-2016 年公司“SN”品牌和“KR”品牌销售情况（万元）

项目	2016 年		2015 年	
	收入	毛利润	收入	毛利润
SN	2,306.71	900.47	1,466.92	544.74
KR	1,933.69	423.28	2,590.00	850.50

资料来源：公司提供，鹏元整理

从自营品牌经营表现看，“SN”和“KR”品牌业务均处于亏损状态。其中，“KR”

品牌业务对公司业绩拖累较大，负责运营“KR”品牌的公司嘉麟杰运动 2016 年对公司贡献的净利润规模为-2,504.32 万元，而经营“KR”品牌的嘉麟杰瑞士对公司的业绩拖累程度则相对较小。公司出让嘉麟杰运动全部股权后，嘉麟杰运动对公司业绩拖累的作用将消失。公司“SN”品牌业务 2016 年发展较快，但规模仍相对有限，公司未来将继续推进“SN”品牌的建设。

表 12 2016 年公司亏损子公司财务情况（单位：万元）

公司名称	总资产		营业收入		净利润	
	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年
嘉麟杰瑞士	2,189.35	1,804.56	2,306.71	1,466.92	-528.72	-798.47
嘉麟杰运动	-	7,399.79	-	2,589.55	-2,504.32	-3,583.91
嘉麟杰	163,203.52	160,846.96	72,789.50	70,082.52	208.15	-11,072.50

注：嘉麟杰运动 2016 年净利润数据系 2016 年对上市公司贡献的净利润。公司出让嘉麟杰运动股权的评估基准日为 2016 年 11 月 17 日，评估基准日嘉麟杰运动资产账面价值为 9,746.70 万元。

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016 年，东旭集团成为公司控股股东，公司股东实力较强，但公司管理层因新股东的进入受到了较大范围的调整，拟重组事项尚未完成，需关注对公司经营稳定性造成的影响

2016 年 11 月，公司原实际控制人黄伟国将其持有的上海国俊（持有公司 16,319 万股普通股，占嘉麟杰总股本的比例为 19.61%）100%股权转让给东旭集团。此外，东旭集团还直接持有嘉麟杰 845 万股普通股（占嘉麟杰总股本的 1.015%），通过受托行使投票权的方式拥有嘉麟杰 2,535 万股股票（占嘉麟杰总股本的 3.045%）对应的投票权。截至 2017 年 3 月底，东旭集团拥有公司 19,699 万股股票对应的投票权，占公司总股本的 23.67%，成为公司控股股东。由于新控股股东的进入，公司管理层发生较大幅度变动，具体情况可参考表 2。

东旭集团成立于 2004 年 11 月，注册资本为 110.70 亿元，实际控制人为李兆廷，主要从事机械设备及电子产品的研发、非标设备及零部件生产及工艺制定等业务。目前，东旭集团已控股东旭光电科技股份有限公司（A 股票名称为“东旭光电”，代码为 000413）和东旭蓝天新能源股份有限公司（A 股票名称“东旭蓝天”，代码 000040）两家上市公司。其中，直接持有东旭光电 11.37%的股份，间接持有东旭光电 6.73%的股份，直接持有东旭蓝天 30.98%的股份。2015 年末，东旭集团期末总资产为 650.58 亿元，资产负债率为 62.87%，营业收入为 99.51 亿元，净利润为 17.71 亿元，东旭集团整体实力较强。

东旭集团成为公司控股股东后，公司股东背景实力增强，一定程度上可增强公司应对风险的能力，但公司管理层因为新实际控制人的进入发生较大调整，需关注人员调整对公

司经营稳定性造成的影响。

此外，我们关注到公司目前正在进行资产重组事项。根据公司 2017 年 4 月 24 日晚公告，公司本次资产重组标的为北京德青源农业科技股份有限公司（简称“德青源”，股票代码为 835923.OC），德青源系一家新三板上市公司，主要从事蛋鸡饲养、鸡蛋及蛋肉制品的生产和销售业务，德青源 2016 年 6 月末资产总额为 8.65 亿元，所有者权益规模为 4.88 亿元，2016 年上半年营业收入规模为 2.72 亿元，利润总额为 382.97 万元。公司此次收购将采取现金购买的方式，但具体交易方案尚未确定，需关注该收购事项可能给公司造成的资金压力。

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2015年至2016年审计报告及未经审计的2017年一季度财务报告，报告均采用新会计准则编制。2016年公司减少合并范围子公司2家，具体情况如表2所示，期末纳入合并范围子公司共9家。

资产结构与质量

2016年公司资产规模及结构变化较小，非流动资产占比较大，资产流动性整体较弱

2016年末，公司资产规模增至16.32亿元，较上期末增加0.24亿元，变动幅度较小。从资产结构看，公司资产仍以非流动资产为主，期末非流动资产占资产总额的比重为69.11%，占比基本与上期末持平。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货组成。2016年末，公司货币资金余额为1.64亿元，同比增长21.68%，期末货币资金无使用受限情况，2017年一季度公司偿还借款及支付债券回售款，3月末货币资金余额降至0.61亿元。公司应收账款主要是应收 ICEBREAKER NZ LTD、POLARTEC,LLC 等客户的货款，2016年末账面价值为1.25亿元，应收账款账龄基本都为1年以内，且主要欠款对象系公司长期合作伙伴，应收账款回收风险较小，2017年公司收回部分应收账款，2017年3月末应收账款账面价值降至0.95亿元。公司存货2016年末账面价值为1.50亿元，存货中原材料、在产品和库存商品账面价值占比分别为28.47%、24.04%、47.42%，因公司根据订单进行生产，成衣均有相应实物订单对

应，存货积压风险较小。公司一季度系经营淡季，二、三、四季度部分订单会提前安排在一季度进行生产，故2017年3月末存货规模增至2.00亿元，较2016年末增长34.38%。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、无形资产组成。2016年末，公司长期股权投资账面价值为2.25亿元，长期股权投资系对联营企业普澜特复合面料（上海）有限公司、MASOOD TEXTILE MILLS的投资，两者系服装生产企业，公司长期股权投资采取权益法进行计量，2016年确认投资收益980.56万元（主要系按权益法对MASOOD TEXTILE MILLS的确认的投资收益），长期股权投资收益情况一般。公司固定资产主要为房屋及生产用设备，2016年末账面价值为8.02亿元，因锅炉煤气改造工程等项目完工转入，期末账面价值较2015年末增长3.09%，公司已抵押固定资产账面价值为5.31亿元，占固定资产净值的66.21%，抵押比率较高。公司无形资产主要是土地使用权，2016年末账面价值为0.49亿元。

总体来看，2016年公司资产规模及资产结构并无显著变化，公司应收账款规模较大、固定资产抵押比例较高，整体资产流动性较弱。

表 13 2015-2017 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年 3 月		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6,093.37	3.88%	16,355.09	10.02%	13,441.08	8.36%
应收账款	9,478.62	6.04%	12,499.32	7.66%	13,008.76	8.09%
存货	20,095.78	12.80%	14,954.54	9.16%	15,695.37	9.76%
流动资产合计	44,325.25	28.24%	50,416.73	30.89%	49,797.97	30.96%
长期股权投资	22,637.91	14.42%	22,546.10	13.81%	22,038.39	13.70%
固定资产	80,233.88	51.12%	80,169.83	49.12%	77,770.17	48.35%
无形资产	4,868.56	3.10%	4,897.65	3.00%	4,991.05	3.10%
非流动资产合计	112,626.93	71.76%	112,786.79	69.11%	111,048.98	69.04%
资产总计	156,952.18	100.00%	163,203.52	100.00%	160,846.96	100.00%

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

资产运营效率

公司净经营周期有所缩短，总体生产效率小幅提升

2016年，公司应收款项（包括应收账款及应收票据）规模及存货规模均小幅下降，叠加营业收入增长影响，公司应收账款周转天数及存货周转天数小幅缩短，净营业周期相应降至115.43天，较上期缩短17.76天。同期，公司固定资产规模增长较快，固定资产周转天数较上期延长了74.87天，表明企业生产效率较2015年下降，主要系当期部分新增项目产

能未有效释放所致。

综上所述，公司净营业周期及总资产周转天数较上期均小幅下降，公司总体资产周转效率较2015年小幅提升。

表 14 2015-2016 年公司资产运营效率指标（单位：天）

	2016 年	2015 年
应收账款周转天数（含应收票据）	64.18	67.21
存货周转天数	94.92	106.53
应付账款周转天数（含应付票据）	43.67	40.55
净营业周期	115.43	133.19
流动资产周转天数	247.82	308.72
固定资产周转天数	390.57	315.70
总资产周转天数	801.34	839.42

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司2016年持续亏损，未来盈利能否好转存在较大的不确定性

公司作为专注户外运动的ODM供应商，营业收入主要来自面料和成衣的销售，86.23%的营业收入来自国外地区。2016年，公司来自国外客户收入规模继续下降，但当期新开拓UNIQLO CO.,LTD、迪卡侬等新客户，营业收入较上期增长3.86%，为7.28亿元。从客户结构看，公司营业收入仍主要来自ICEBREAKER NZ LTD、POLARTEC,LLC、KATHMANDU LIMITED三家国外公司，2016年三家客户收入合计占当期营业总收入的50.65%。目前，公司新客户订单需求仍有待释放，预计未来营业收入对原有大客户依赖程度仍然较高。毛利率方面，2016年公司新建湖北嘉鱼高档织物面料及服装生产研发基地项目逐渐投产及销售面料种类变化，面料产品毛利率较上期提升7.29个百分点，但主要产品成衣的毛利率小幅下降，当期综合毛利率基本与上期持平，为20.15%，因公司尚未形成具备一定销售规模的自有品牌，业务毛利率相对较低。2017年一季度，公司产品销售中面料占比增加，因面料毛利率较成衣低，叠加新建产线经营仍处于效率提升阶段，一季度综合毛利率降至14.58%，较2016年同期下降3.76个百分点。

公司期间费用主要为销售费用和管理费用。2016年，公司业务拓展费用规模下降，带动销售费用下降13.78%。因公司近年在湖北和巴基斯坦新建生产基地，管理人员数量、差旅活动等较以往增加，导致2015年、2016年管理费用规模上升明显，两期管理费用率均在20%左右，较2014年提升了近10个百分点，该比率2017年一季度仍处在较高水平。目前，公司新建生产基地仍处于发展初期，后续管理方面仍需较大投入，预计管理费用将维持在

较高水平。综合来看，公司期间费用率水平较高，2016年为36.21%，2017年一季度为42.95%，较高的期间费用水平严重削弱了公司业务盈利能力。投资收益方面，公司2016年处置上海嘉麟投资管理中心（有限合伙）、上海嘉麟杰运动用品有限公司和上海皿臻软件有限公司的股权，确认较多股权处置收益，当期投资收益规模增至8,305.56万元。受2016年确认投资收益较多影响，公司当期亏损幅度较2015年明显收窄，2016年利润总额为-0.15亿元，但考虑到公司大规模处置子公司股权做法不可持续，且压缩期间费用规模存在一定难度，公司业务实际盈利能力并未改善，2017年一季度继续亏损，利润总额为-0.35亿元，而2016年一季度利润总额为-0.25亿元，公司2017年一季度亏损幅度扩大。目前，公司在湖北和巴基斯坦新建生产基地在招工及工程效率方面仍有待改善，相关公司2017年能否扭亏面临较大的不确定性。

总体来看，2016年公司营业收入规模较上期小幅增加，公司当期亏损幅度虽然较上期收窄，但实际业务盈利能力并未改善，未来业绩能否好转面临较大的不确定性。

表 15 2015-2017 年一季度公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
营业收入	14,207.07	72,789.50	70,082.52
营业利润	-3,551.45	-3,786.25	-10,365.14
投资收益	388.13	8,305.56	906.20
利润总额	-3,490.95	-1,478.15	-11,052.97
净利润	-2,812.92	208.15	-11,072.50
综合毛利率	14.58%	20.15%	20.49%
期间费用率	42.95%	36.21%	36.40%
营业利润率	-25.00%	-5.20%	-14.79%
总资产回报率	-	1.07%	-4.90%
净资产收益率	-	0.22%	-11.18%

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

现金流

公司经营活动回款情况较好，投资活动现金流和筹资活动现金流波动较大，在建项目未来所需投资较小

虽然公司从发出商品到收到销售款项存在一定的间隔，但销售款回笼情况良好，2016年业务收现比为1.06，继续维持在较高水平。受公司2016年处置子公司股权收到较多投资收益影响，公司当期营运资金（FFO）规模较上期提升显著。而营运资本方面，虽然公司面料、服装生产占用了一定的资金，但公司对供应商的占款也相应增加，营运资本变化较

小。综合影响下公司2016年经营活动现金净流入1,179.38万元，较上期增长明显。

投资活动现金流方面，因2016年处置部分子公司股权，公司投资活动现金流入同比增长315.75%，公司主要在建项目大部分投资已于2015年完成，故2016年投资活动现金流出较少，当期投资活动现金净流入5,014.37万元，较上期显著改善。截至2016年末，公司大额在建项目较少，湖北嘉鱼高档织物面料及服装生产研发基地尚需投资仅1,200万，公司未来投资支出压力较小。

筹资活动方面，公司主要通过银行借款的方式筹集资金，因2016年公司新建生产基地已完成主要投资，筹资需求较弱，公司2016年偿还较多借款，当期筹资活动现金流净流出规模增加显著。

总体来看，公司目前业务回款情况正常，未来投资支出压力较小，融资渠道通畅，未来整体现金流状况将更多的取决于公司对经营活动现金流的管控能力。

表 16 2015-2016 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	1.06	1.04
净利润	208.15	-11,072.50
非付现费用	7,780.91	5,754.38
非经营损益	-6,747.20	2,379.58
FFO	1,241.86	-2,938.54
营运资本变化	149.20	3,143.82
其中：存货减少（减：增加）	-3,009.66	1,587.03
经营性应收项目的减少（减：增加）	-1,361.80	-1,184.87
经营性应付项目的增加（减：减少）	4,520.66	2,741.66
经营活动产生的现金流量净额	1,179.38	141.97
投资活动产生的现金流量净额	5,014.37	-17,649.19
筹资活动产生的现金流量净额	-3,581.27	300.17
现金及现金等价物净增加额	3,536.09	-15,912.77

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模较大，考虑到2016年主营业务仍处于亏损状态，盈利对公司债务保障能力较低，公司存在一定偿债压力

2016年末，公司负债总额为6.95亿元，较2015年末小幅增长，因公司2017年一季度偿还借款及支付债券回购款，2017年3月末负债总额降至6.58亿元。公司2016年所有者权益波动很小，期末所有者权益规模为9.37亿元，受2017年一季度经营继续亏损影响，2017年

3月末公司所有者权益降至9.12亿元。公司2016年末产权比为74.20%，所有者权益对负债保障程度一般，2017年3月末该比率为72.18%。

表 17 2015-2017 年 3 月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
负债总额	65,795.92	69,515.80	67,741.89
所有者权益	91,156.26	93,687.71	93,105.06
产权比	72.18%	74.20%	72.76%

注：产权比=负债总额/所有者权益。

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

2016年末，公司负债总额为6.95亿元，公司负债以非流动负债为主，非流动负债占总负债的比重为61.16%。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债组成。短期借款包括信用借款、保证借款、出口贸易融资，因出口贸易融资下降，公司短期借款余额较2015下降17.99%，为1.02亿元，2017年公司偿还部分借款及支付债券回购款，短期借款余额降至0.77亿元。应付账款系应付供应商货款，2016年末余额为0.73亿元。2017年，公司向东旭集团拆借资金增加，导致2017年3月末其他应付款金额增至1.07亿元，较2016年末增长了268.11%。公司一年内到期的非流动负债系将于2017年偿还的长期借款及融资租赁款，2016年末余额为0.35亿元。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券组成。2016年末，公司长期借款余额为0.98亿元，长期借款中91.11%为抵押借款。公司应付债券系“14嘉杰债”，2016年末余额为3.00亿元，因2017年3月投资者回售本债券6,037.30万元，“14嘉杰债”2017年3月末余额降至2.40亿元。

表 18 2015-2017 年 3 月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年 3 月		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7,700.00	11.70%	10,221.65	14.70%	12,463.82	18.40%
应付账款	6,334.06	9.63%	7,270.67	10.46%	6,791.41	10.03%
其他应付款	10,664.64	16.21%	2,897.10	4.17%	1,433.38	2.12%
一年内到期的非流动负债	3,371.76	5.12%	3,453.47	4.97%	1,021.05	1.51%
流动负债合计	29,000.33	44.08%	27,000.08	38.84%	24,738.61	36.52%
长期借款	9,863.76	14.99%	9,815.52	14.12%	10,569.32	15.60%
应付债券	23,962.70	36.42%	29,950.00	43.08%	29,750.00	43.92%
非流动负债合计	36,795.59	55.92%	42,515.73	61.16%	43,003.28	63.48%
负债合计	65,795.92	100.00%	69,515.80	100.00%	67,741.89	100.00%
有息债务	45,072.49	68.50%	53,701.46	77.25%	53,856.85	79.50%

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

2016年末，公司有息负债余额为5.37亿元，规模基本与上期末持平，期末有息负债占负债总额的77.25%，占比较高。从有息负债偿还期限看，在不考虑“14嘉杰债”2017年3月回售情况下，2017年到期有息负债为1.37亿元，2019年到期有息负债为3.90亿元，公司有息债务存在集中偿还风险。

表 19 截至 2016 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2021 年
短期借款	10,221.65	-	-	-
应付票据	39.13	-	-	-
一年内到期的非流动负债	3,453.47	-	-	-
短期有息负债	13,714.25	-	-	-
长期借款	-	800.00	8,942.64	72.88
应付债券	-	-	29,950.00	-
长期应付款	-	103.69	118.00	-
长期有息负债	-	903.69	39,010.64	72.88
有息负债合计	13,714.25	903.69	39,010.64	72.88

注：表 19 在计算有息负债时已剔除 2017 年回售的部分。

资料来源：公司提供，鹏元整理

从偿债指标看，公司2016年末资产负债率为42.59%，较上期仅提升0.47个百分点，变化很小。2016年末，公司流动比率为1.87、速动比率为1.31，考虑到流动资产中应收账款规模较大，流动资产对短期债务保障程度一般。因公司2016年处置持有的嘉麟杰运动、上海皿鉴软件股份有限公司、上海嘉骐投资管理中心（有限合伙）股权，确认投资收益0.73亿元，带动EBITDA升至0.94亿元、EBITDA利息保障倍数升至2.93。但考虑到公司2016年营业利润仍为负值，且当期盈利状况改善主要是受处置子公司股权影响，公司主营业务盈利状况并未改善，盈利对债务保障能力较低。

表 20 2015-2017 年 3 月公司偿债能力指标

指标名称	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
资产负债率	41.92%	42.59%	42.12%
流动比率	1.53	1.87	2.01
速动比率	0.84	1.31	1.38
EBITDA（万元）	-	9,419.2	-2,257.25
EBITDA 利息保障倍数	-	2.93	-0.74
有息债务/EBITDA	-	5.70	-23.86

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 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债券的信用水平

中合担保出具了担保函，承诺为本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，中合担保股东海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）关联方——天津天海投资发展股份有限公司（以下简称“天海投资”）、海宁宏达股权投资管理有限公司（以下简称“海宁宏达”）、内蒙古鑫泰投资有限公司（以下简称“内蒙古鑫泰投资”）分别通过认购中合担保定向增发股份19.10亿股、0.80亿股和0.6亿股股份入股中合担保，2016年5月23日，中合担保注册资本变更为71.76亿元。本次增资20.50亿元（其中增资款23.58亿元中3.08亿元计入资本公积），使得中合担保资本实力进一步增强，有利于中合担保担保业务规模的扩大。定向增资后，中合担保主要股东持股比例发生变化，海航资本及其关联方合计持有中合担保43.34%的股权，未形成绝对控制，但一定程度稀释了其他主要股东的持股比例。股权结构的变化或对中合担保未来经营管理产生一定影响。增资前后中合担保股权结构如下表所示。

表 21 2015 年中合担保股权结构变化情况（单位：万元）

股东名称	增资前		增资后	
	投资额	持股比例	投资额	持股比例
天海投资	-	-	191,040.00	26.62%
JPMorgan China Investment Company Limited	127,600.00	24.89%	127,600.00	17.78%
海航资本	120,000.00	23.41%	120,000.00	16.72%
宝钢集团有限公司（以下简称“宝钢集团”）	105,000.00	20.48%	105,000.00	14.63%
海宁宏达	60,000.00	11.71%	68,000.00	9.47%
中国进出口银行	50,000.00	9.75%	50,000.00	6.97%
西门子（中国）有限公司	35,000.00	6.83%	35,000.00	4.88%
内蒙古鑫泰投资	15,000.00	2.93%	21,000.00	2.93%
合计	512,600.00	100.00%	717,640.00	100.00%

资料来源：中合担保提供，鹏元整理

2015 年，中合担保的担保业务继续快速发展。2015 年中合担保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，中合担保的担保业务收入也

呈现较快增长，2015 年实现担保业务净收入 5.12 亿元。

中合担保营业收入包括担保费收入、投资收益、汇兑收益和其他业务收入，其中投资收益为存款、可供出售金融资产和应收款项类投资带来的收益，其他业务收入主要是咨询收入。2015 年，中合担保的担保业务继续快速发展，新增担保项目 433 笔。2015 年，中合担保实现担保业务净收入 51,152.92 万元，扣除分出保费及收入返还后的已赚保费为 50,031.41 万元，同比增长 70.86%；中合担保获得投资收益 42,056.20 万元，同比增长 6.76%；中合担保实现净利润 26,701.54 万元，同比增长 66.59%。

表 22 2014 -2015 年中合担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
担保业务净收入	51,152.92	-	31,430.70	-
减：分出保费及收入返还	-1,121.51	-	-2,148.20	-
已赚保费	50,031.41	46.83%	29,282.50	42.14%
投资收益	42,056.20	39.36%	39,391.96	56.69%
其他业务收入	7,518.63	7.04%	355.50	0.51%
汇兑收益	6,774.13	6.34%	455.28	0.66%
公允价值变动收益	457.09	0.43%	-	-
小计	106,837.47	100.00%	69,485.24	100.00%

资料来源：中合担保 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

中合担保足额提取了担保合同准备金、递延收益、一般风险准备金和应收代偿款减值准备。截至 2015 年末，中合担保计提的担保风险准备金合计 117,749.82 万元，同比增长 59.72%，准备金计提较为充分，其中担保合同准备金 35,284.94 万元，递延收益 65,619.28 万元，一般风险准备金 9,096.82 万元，应收代偿款减值准备 7,748.78 万元，风险准备金覆盖率为 2.41%。按照《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》的规定，截至 2015 年末，中合担保风险调整在保责任余额 227.18 亿元，其中融资性风险调整在保责任余额 213.49 亿元，非融资性风险调整在保责任余额 13.70 亿元。截至 2015 年末，中合担保净资产为 57.98 亿元，融资性风险调整担保责任余额的净资产放大倍数为 3.68 倍。总体而言，2015 年中合担保净资产放大倍数大幅上升，但计提了相对较为充足的一般风险准备金、未到期责任准备金和未决赔偿准备金，较大程度保障了代偿能力。

表 23 2014 -2015 年中合担保业务代偿及期末风险准备金余额情况

项目	2015 年	2014 年
担保风险准备金（亿元）	11.77	7.37
风险准备金覆盖率	2.41%	2.43%
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
当期代偿项目数（个）	25	9
当期代偿额（万元）	13,667.65	5,539.68
累计代偿额（万元）	19,396.14	5,728.49
累计代偿回收额（万元）	2,295.25	61.75
当期担保代偿率	1.32%	1.46%
累计担保代偿率	1.35%	1.43%
净资产放大倍数	8.43	5.58

资料来源：中合担保提供，鹏元整理

值得注意的是，2015 年中合担保新发生代偿有所增加。2015 年中合担保代偿金额为 13,667.65 万元，同比增长 146.72%，其中个案业务代偿 10,685.45 万元，同比增长 1,221.92%，批量业务代偿 2,982.21 万元，同比下降 36.97%。其中个案业务代偿全部集中在制造业担保，由于 2015 年以来实体经济进一步下滑，制造业企业的融资和偿债能力削弱，中合担保个案业务代偿金额上升；另外批量业务代偿主要来自小贷公司担保业务，由于 2015 年以来中小企业经营更加困难，小贷公司不良增长。2015 年以来，中合担保严格收紧对制造业和小贷行业的担保业务，2015 年中合担保当期担保代偿率为 1.32%，较 2014 年下降 0.14 个百分点，中合担保的担保代偿率相对较低，风险管理机制运行效果较好。

截至2015年12月31日，中合担保资产总额为77.06亿元，所有者权益合计57.98亿元，资产负债率为24.76%，净资产放大倍数为8.42；2015年度，中合担保实现营业收入10.68亿元，利润总额5.83亿元，经营活动现金流净额为2.31亿元，风险准备金覆盖率为2.41%。

表 24 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%
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.31	2.54

资料来源：中合担保 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

经鹏元综合评定，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连带责任保证担保仍能有效提升本债券的安全性。

七、评级结论

2016年，东旭集团成为公司控股股东后，公司股东背景实力增强，且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增强了本债券的安全性。但我们也关注到，公司业务毛利率水平较低，业务盈利空间存在进一步被压缩的可能，且盈利状况较差；公司2016年度高层管理人员变动较大，经营稳定性受到不确定影响概率加大；公司湖北生产基地招工不及预期，巴基斯坦生产基地社会治安较差、工人效率较低，公司新建生产基地生产不及预期，盈利能否好转面临较大的不确定性；公司有息债务规模较大，存在一定偿债压力。

综上，鹏元对公司及本债券的2017年度跟踪评级结果为：维持本债券信用等级为AAA，下调公司主体长期信用等级为A+，评级展望调整为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	6,093.37	16,355.09	13,441.08	28,731.77
应收票据	453.64	447.21	0.00	0.00
应收账款	9,478.62	12,499.32	13,008.76	13,157.97
预付款项	3,833.50	2,316.18	2,330.04	5,244.07
其他应收款	692.10	469.95	1,478.78	1,328.79
存货	20,095.78	14,954.54	15,695.37	17,282.40
其他流动资产	3,678.24	3,374.43	3,843.94	4,655.67
流动资产合计	44,325.25	50,416.73	49,797.97	70,400.67
长期股权投资	22,637.91	22,546.10	22,038.39	21,092.09
固定资产	80,233.88	80,169.83	77,770.17	45,146.27
在建工程	31.96	1,146.61	1,924.12	19,911.55
无形资产	4,868.56	4,897.65	4,991.05	5,063.55
长期待摊费用	494.77	597.18	1,371.42	1,453.09
递延所得税资产	4,359.85	3,429.42	2,953.84	2,911.20
非流动资产合计	112,626.93	112,786.79	111,048.98	95,577.75
资产总计	156,952.18	163,203.52	160,846.96	165,978.42
短期借款	7,700.00	10,221.65	12,463.82	18,565.10
应付票据	0.00	39.13	0.00	0.00
应付账款	6,334.06	7,270.67	6,791.41	5,762.90
预收款项	349.85	134.69	185.19	197.56
应付职工薪酬	226.92	721.56	596.29	219.62
应交税费	353.11	532.17	459.65	142.45
应付利息	0.00	1,729.64	1,787.82	1,764.70
其他应付款	10,664.64	2,897.10	1,433.38	2,298.98
一年内到期的非流动负债	3,371.76	3,453.47	1,021.05	0.00
流动负债合计	29,000.33	27,000.08	24,738.61	28,951.31
长期借款	9,863.76	9,815.52	10,569.32	101.01
应付债券	23,962.70	29,950.00	29,750.00	29,550.00
长期应付款	174.27	221.69	52.66	0.00
递延收益	2,794.86	2,528.51	2,631.29	2,362.80
非流动负债合计	36,795.59	42,515.73	43,003.28	32,013.80
负债合计	65,795.92	69,515.80	67,741.89	60,965.12
股本	83,200.00	83,200.00	83,200.00	83,200.00
资本公积	201.46	201.46	201.46	201.46

其它综合收益	-449.08	-662.75	-931.17	-755.82
盈余公积	4,800.20	4,800.20	4,800.20	4,800.20
未分配利润	2,748.21	5,335.86	4,150.02	15,213.97
归属于母公司所有者权益合计	90,500.79	92,874.77	91,420.51	102,659.81
少数股东权益	655.47	812.95	1,684.55	2,353.49
所有者权益合计	91,156.26	93,687.71	93,105.06	105,013.30
负债和所有者权益总计	156,952.18	163,203.52	160,846.96	165,978.42

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

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年	2014 年
一、营业总收入	14,207.07	72,789.50	70,082.52	87,260.94
其中：营业收入	14,207.07	72,789.50	70,082.52	87,260.94
二、营业总成本	18,146.64	84,881.31	81,353.86	85,092.85
其中：营业成本	12,135.16	58,124.25	55,721.72	61,857.40
营业税金及附加	85.57	294.25	118.99	113.28
销售费用	2,220.03	8,235.04	9,550.82	11,224.21
管理费用	2,863.20	14,460.72	13,509.04	9,091.90
财务费用	1,018.88	3,664.32	2,452.30	2,651.26
资产减值损失	-176.20	102.73	0.99	154.80
投资收益	388.13	8,305.56	906.20	29.42
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	388.13	980.59	906.20	29.42
三、营业利润	-3,551.45	-3,786.25	-10,365.14	2,197.51
加：营业外收入	106.07	2,551.96	510.67	417.83
其中：非流动资产处置利得	1.72	66.30	37.53	6.19
减：营业外支出	45.57	243.86	1,198.50	0.51
其中：非流动资产处置损失	35.27	223.04	1,176.04	0.21
四、利润总额	-3,490.95	-1,478.15	-11,052.97	2,614.84
减：所得税	-678.03	-1,686.30	19.54	262.69
五、净利润	-2,812.92	208.15	-11,072.50	2,352.15
减：少数股东损益	-225.27	-977.69	-840.55	-410.83
归属于母公司所有者的净利润	-2,587.65	1,185.84	-10,231.95	2,762.97

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

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	17,385.68	77,086.93	72,806.29	86,303.69
收到的税费返还	1,481.60	6,005.53	5,119.90	5,761.96
收到其他与经营活动有关的现金	8,664.15	4,044.36	712.62	1,507.45
经营活动现金流入小计	27,531.43	87,136.83	78,638.81	93,573.09
购买商品、接受劳务支付的现金	11,638.38	49,632.36	42,092.78	53,703.32
支付给职工以及为职工支付的现金	6,218.84	23,253.49	22,113.11	17,938.62
支付的各项税费	686.33	1,855.21	2,245.38	3,712.61
支付其他与经营活动有关的现金	5,389.82	11,216.40	12,045.57	11,226.21
经营活动现金流出小计	23,933.36	85,957.45	78,496.84	86,580.76
经营活动产生的现金流量净额	3,598.07	1,179.38	141.97	6,992.34
收回投资收到的现金	296.32	5,897.77	3,000.00	55,000.00
取得投资收益收到的现金	0.00	374.90	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	180.15	268.18	61.66
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	8,513.97	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	331.80	1,400.00
投资活动现金流入小计	296.32	14,966.79	3,599.98	56,461.66
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3,233.74	7,492.48	20,449.16	23,465.73
投资支付的现金	0.00	2,459.93	0.00	76,427.29
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	800.00	0.00
投资活动现金流出小计	3,233.74	9,952.42	21,249.16	99,893.02
投资活动产生的现金流量净额	-2,937.42	5,014.37	-17,649.19	-43,431.37
吸收投资收到的现金	0.00	260.00	0.50	2,773.18
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	260.00	0.50	2,773.18
取得借款收到的现金	650.00	31,079.50	29,845.77	32,788.22
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	711.52	83.77	212.21
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	30,000.00
筹资活动现金流入小计	650.00	32,051.02	29,930.04	65,773.61
偿还债务支付的现金	9,145.34	32,121.98	24,488.78	25,376.45
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,542.20	3,510.31	4,306.78	3,881.32

支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	834.30	1,815.00
筹资活动现金流出小计	11,687.54	35,632.29	29,629.87	31,072.77
筹资活动产生的现金流量净额	-11,037.54	-3,581.27	300.17	34,700.83
汇率变动对现金的影响	115.18	923.61	1,294.28	-290.84
现金及现金等价物净增加额	-10,261.72	3,536.09	-15,912.77	-2,029.04
期初现金及现金等价物余额	16,355.09	12,819.00	28,731.77	30,760.81
期末现金及现金等价物余额	6,093.37	16,355.09	12,819.00	28,731.77

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

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	208.15	-11,072.50	2,352.15
加：资产减值准备	102.73	0.99	154.80
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,842.04	4,986.79	4,733.68
无形资产摊销	140.65	119.63	115.12
长期待摊费用摊销	695.49	646.97	641.41
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	156.73	1,138.51	-5.98
财务费用	3,254.88	2,189.91	2,740.19
投资损失	-8,305.56	-906.20	-29.42
递延所得税资产减少	-1,853.25	-42.64	-799.55
存货的减少	-3,009.66	1,587.03	3,307.16
经营性应收项目的减少	-1,361.80	-1,184.87	-5,637.41
经营性应付项目的增加	4,520.66	2,741.66	-579.81
其他	-211.69	-63.30	0.00
经营活动产生的现金流量净额	1,179.38	141.97	6,992.34
现金的期末余额	16,355.09	12,819.00	28,731.77
减：现金的期初余额	12,819.00	28,731.77	30,760.81
现金及现金等价物净增加额	3,536.09	-15,912.77	-2,029.04

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
综合毛利率	14.58%	20.15%	20.49%	29.11%
期间费用率	42.95%	36.21%	36.40%	26.32%
营业利润率	-25.00%	-5.20%	-14.79%	2.52%
总资产回报率	-	1.07%	-4.90%	3.41%
净资产收益率	-	0.22%	-11.18%	2.26%
有息债务（万元）	45,072.49	53,701.46	53,856.85	48,216.11
资产负债率	41.92%	42.59%	42.12%	36.73%
流动比率	1.53	1.87	2.01	2.43
速动比率	0.84	1.31	1.38	1.83
EBITDA（万元）	-	9,419.20	-2,257.25	10,419.96
EBITDA 利息保障倍数	-	2.93	-0.74	4.50
应收账款周转天数	-	64.18	67.21	47.01
存货周转天数	-	94.92	106.53	110.54
应付账款周转天数	-	43.67	40.55	32.22
净营业周期	-	115.43	133.19	125.33
流动资产周转天数	-	247.82	308.72	283.09
固定资产周转天数	-	390.57	315.70	190.49
总资产周转天数	-	801.34	839.42	596.38
非付现费用	-	7,780.91	5,754.38	5,645.01
非经营损益	-	-6,747.20	2,379.60	1,905.20
FFO	-	1,241.86	-2,938.54	9,902.40
营运资本变化	-	149.2	3,143.80	-2,910.10

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

附录五 截至2016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
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

资料来源：公司 2016 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	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	$360/[2 \times \text{营业收入} / (\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额})]$
	固定资产周转天数	$360/[2 \times \text{营业收入} / (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额})]$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+公允价值变动损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产减少+递延所得税负债增加
	FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
	营运资本变化	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
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+长期应付款
	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。