

2012 年江苏联发纺织股份有限公司

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  
人员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员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>

## 2012 年江苏联发纺织股份有限公司公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

报告编号：  
鹏信评【2017】跟踪第  
【128】号 01

债券剩余规模：  
8 亿元

债券到期日期：  
2017 年 10 月 25 日

债券偿还方式：  
按年付息、到期一次还  
本

分析师

姓名：  
张旻烁 毕柳

电话：  
021-51035670

邮箱：  
zhangmy@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

本次跟踪评级结果

上次信用评级结果

本期债券信用等级

AA

AA

发行主体长期信用等级

AA

AA

评级展望

稳定

稳定

评级日期

2017 年 05 月 25 日

2016 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”）对江苏联发纺织股份有限公司（以下简称“联发股份”或“公司”）及其 2012 年 10 月 25 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司主要产品销量增长，营业收入增长，毛利率水平较为稳定。同时我们也关注到我国纺织行业业务规模扩大、境外需求下降，受行业影响，公司外销收入下滑，营运资本增长、经营活动现金净流入规模大幅下降以及公司短期偿债压力加大等风险因素。

正面：

- 公司主要产品销量增长。2016 年公司色织布、印染布、服装销量分别为 13,601.08 万米、4,219.60 万米、1,001.89 万件，分别同比增长 2.37%、3.80%、5.20%。
- 公司营业收入增长，毛利率水平较为稳定。受益于服装、棉纱收入以及其他业务收入的增长，2016 年公司营业收入同比增长 7.52%，为 373,861.10 万元；综合毛利率为 21.90%，同比提升 1.28 个百分点。

## 关注:

- **我国纺织行业业务规模扩大,但境外需求下降,受行业影响,公司外销收入下滑。**2016年我国生产布、纱分别为715.00亿米、4,039.50万吨,分别同比增长2.7%、3.5%;我国服装及衣着附件出口金额为1,578.19亿美元,同比下降9.4%;纺织纱线、织物及制品出口金额为1,050.47亿美元,同比下降4.1%。受行业影响,2016年公司外销收入同比下降4.16%。
- **受市场竞争加剧影响,公司营运资本增长,经营活动现金流净流入规模大幅下降。**2016年由于市场竞争加剧,公司延长客户信用账期,且由于生产规模增长、棉纱贸易规模扩大,存货规模增长,公司营业资本增加2.68亿元,经营活动现金流净流入2.85亿元,同比减少2.10亿元。
- **随着本期债券即将到期,公司短期偿债压力加大。**本期债券剩余规模8亿元,将于2017年10月到期;截至2016年底,公司有息负债合计12.74亿元,占负债总额的比例为69.12%,其中短期有息负债为12.73亿元,占负债总额的比例为69.07%。

## 主要财务指标:

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	484,759.88	472,518.82	447,201.87	429,045.50
归属于母公司所有者权益合计(万元)	291,406.07	285,499.76	265,326.22	260,974.07
有息债务(万元)	137,887.14	127,391.70	126,629.77	99,878.83
资产负债率	39.38%	39.00%	39.74%	36.65%
流动比率	1.42	1.38	3.00	3.81
速动比率	1.06	1.00	2.44	3.08
营业收入(万元)	88,855.82	373,861.10	347,697.08	339,158.31
营业利润(万元)	7,340.88	48,488.16	38,724.15	40,476.40
利润总额(万元)	7,877.91	51,653.19	41,269.26	43,645.79
综合毛利率	17.66%	21.90%	20.62%	20.60%
总资产回报率	-	12.65%	10.88%	12.02%
EBITDA(万元)	-	76,851.01	66,152.30	67,413.15
EBITDA利息保障倍数	-	11.79	10.33	10.77
经营活动现金流净额(万元)	2,224.94	28,542.48	49,540.37	62,223.65

资料来源:公司2014-2016年审计报告及未经审计的2017年第一季度报表,鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年10月25日发行5年期8亿元公司债券，募集资金已全部用于补充流动资金。

## 二、发行主体概况

2016年公司注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2016年底，公司注册资本和实收资本仍为32,370万元；公司控股股东仍为江苏联发集团股份有限公司（以下简称“联发集团”），持有公司40.45%的股份；实际控制人<sup>1</sup>仍为孔祥军及其一致行动人陈警娇、崔恒富、黄长根。2016年公司主营业务亦未发生变化。合并范围方面，公司2016年度纳入合并范围的主体共28家，上年度减少2家。

**表1 2016年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表原因
南通占姆士服饰有限公司	100%	100	服装销售	注销
成都占姆士服饰有限公司	100%	1,000	服装销售	注销

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

截至2016年12月31日，公司资产总额为47.25亿元，归属于母公司的所有者权益合计为28.55亿元，资产负债率为39.00%；2016年度，公司实现营业收入37.39亿元，利润总额5.17亿元，经营活动现金净流入2.85亿元。

## 三、运营环境

**近年我国纺织业规模不断扩大，但境内外市场需求不振导致供需矛盾加剧，纺织制造行业存在一定运行压力**

纺织行业是国民经济发展的主要支柱产业之一，近年来我国的纺织行业不断发展，纺织业固定资产投资规模不断增加。2016年纺织业固定资产投资完成额为415.93亿元，同比增长13.50%，增速较上年增加4.5个百分点。

<sup>1</sup> 由于公司实际控制人出国，公司未能及时提供实际控制人人民银行征信报告。

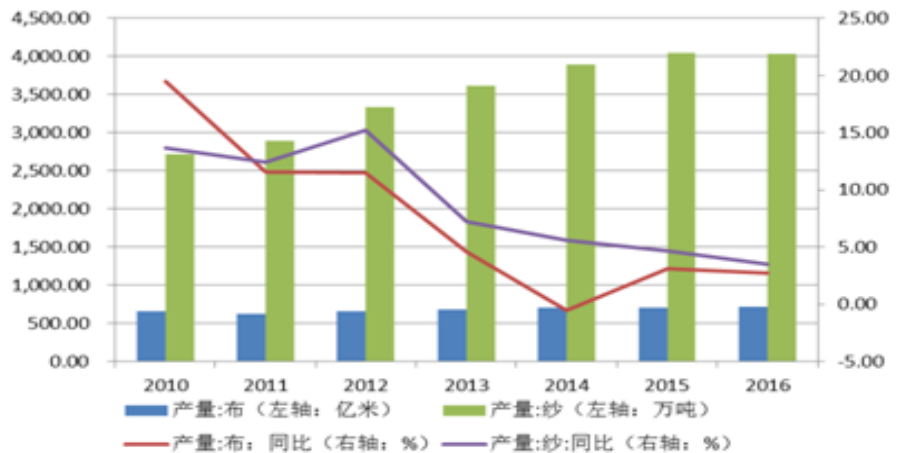
图1 2004-2016年纺织业固定资产投资完成额和增速情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

从纺织制造业主要产品——布和纱的产量来看，2016年主要产品产量有所增长，但增速放缓。2016年生产布715.00亿米，同比增长2.7%，增速较2015年下降0.4个百分点；生产纱4,039.50万吨，同比增长3.5%，增速较2015年下降1.2个百分点。

图2 2010-2016年布、纱产量和增速情况

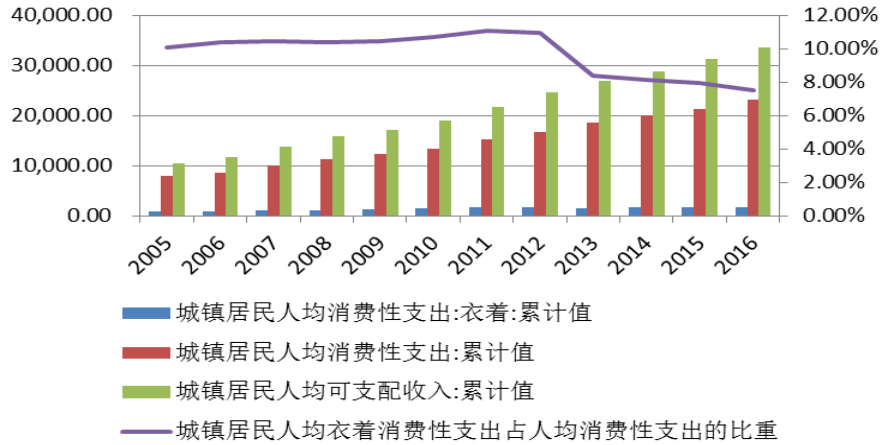


资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2016年末中国城镇人口达7.93亿人，2016年我国城镇居民人均可支配收入及消费性支出分别为33,616元和23,079元，同比分别增长7.8%和7.9%，居民收入水平的提高为增加纺织品消费需求创造了一定良好条件，但受居民消费结构中居住、医疗等支出占比逐年增大影响，2012年以来我国城镇居民人均衣着消费性支出占城镇居民人均消费性支出比重持续下滑，2016年该比重降低至7.53%。我国城镇居民人均衣着消费性支出增长，但增

速下滑，2016年我国城镇居民人均衣着消费性支出同比增长2.23%，同比下降2.32个百分点。

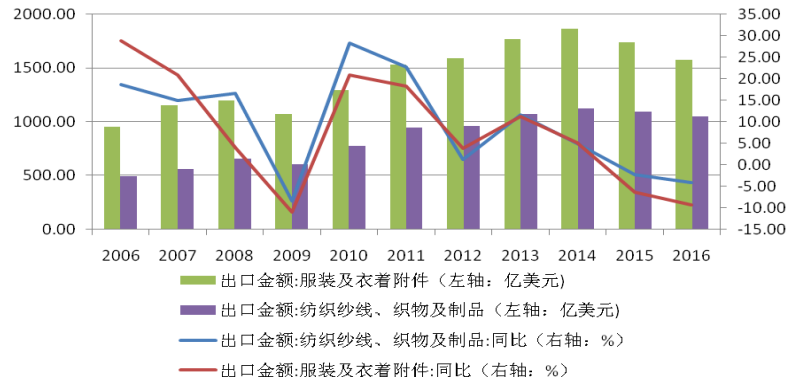
图3 我国城镇居民家庭人均可支配收入、支出与服装消费占比情况（单位：元）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

出口方面，我国纺织出口的重点区域为欧盟、美国和日本。近年东南亚国家货币贬值力度较大，加之其劳动力等成本更为廉价，对我国纺织品出口形成冲击且国际贸易商会考虑人民币贬值因素而压低价格。受此影响，2014年以来我国纺织出口总额（美元）有所下降，2016年我国服装及衣着附件出口金额为1,578.19亿美元，同比下降9.4%；纺织纱线、织物及制品出口金额为1,050.47亿美元，同比下降4.1%。另外，近年来中美贸易摩擦不断，贸易不平衡、纺织品特保、对华反倾销等问题构成了中美贸易摩擦的主要内容，同时特朗普政府实施的“制造业回归”政策，也将对我国贸易环境产生一定的不确定性。

图4 我国服装及衣着附件、纺织纱线、织物及制品出口情况

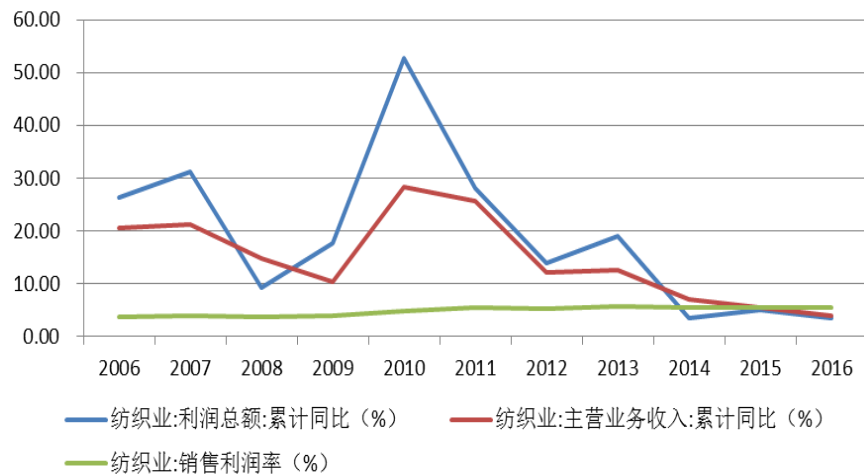


资料来源：Wind资讯，鹏元整理

受消费结构调整和对外出口金额减少的影响，我国纺织行业发展有所放缓。据国家统计局数据，2016年纺织行业规模以上企业工业增加值同比增长4.9%，低于上年同期增速1.4个百分点。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；2016年纺织业亏损企业亏损总额为77.00亿元，同比下降18.26%。总体而言，2016年纺织业产业结构调整加速，部分落后企业被淘汰，整体行业存在一定运行压力。

图5 2013-2016年纺织业运行效益指标情况

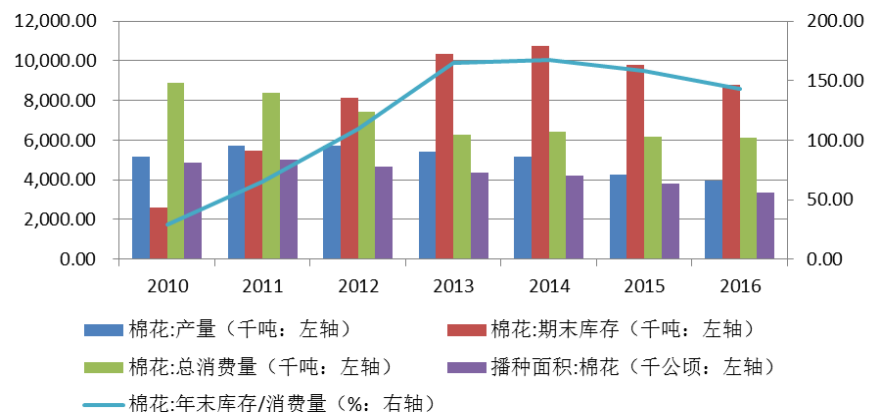


资料来源：Wind资讯，鹏元整理

**受棉花产量下降、进口配额限制及收储政策的取消，2016年我国棉花价格波动较大，同时劳动力成本不断增加，使得纺织制造行业成本压力增加**

近年来我国棉花播种面积有所下降，产量下降，国内棉花供给减少。根据国家统计局数据显示，2016年国内棉花播种面积为337.61万公顷，较上年减少42.06万公顷，全年棉花产量为395.70万吨，较上年减少29.80万吨。从棉花库存来看，2016年末棉花库存为876.50万吨，较上年下降101.50万吨，库消比也由上年的1.58下降为1.43。

图6 我国棉花供需情况

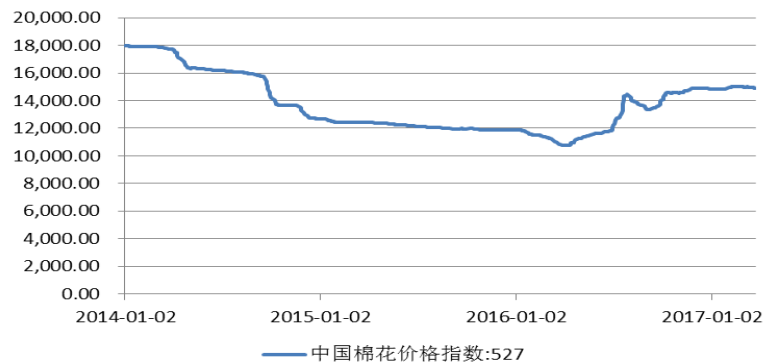


资料来源：Wind资讯，鹏元整理



自2014年4月起，国家取消临时收储政策，并且选择新疆作为直补试点对棉农实施直补，生产者按市场价格出售棉花。受此影响，我国棉花价格持续下降。以中国棉花价格指数：527为例，2016年年初至2016年4月，该指数由12,685.00元/吨下降至10,739.00元/吨。而2016年4月以来，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，我国棉花价格有所回升，截至2017年3月23日，价格为14,886.00元/吨。整体来看，2016年我国棉花价格波动较大。

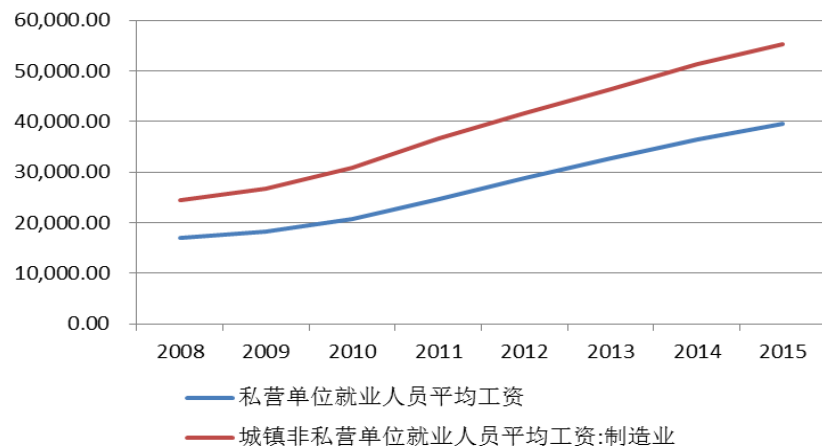
图7 2014年-2017年3月23日棉花价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

纺织制造行业属于劳动密集型行业，受人力成本上升的影响较大。而近年来我国劳动力成本快速上升，2015年就业人员的平均工资已经达到2008年的两倍多，在成本压力下，纺织制造企业经营压力较大。目前，东南亚地区、国家，以低廉的劳动力和原料成本等优势，纺织产业迅速发展壮大，致使部分海外订单开始撤离我国，给我国纺织业的发展造成了较大的国际竞争压力。

图8 2008-2015年我国私营单位和非私营单位年平均工资（单位：元）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

去产能、去库存的供给侧改革及临时收储政策的取消，使得行业内企业分化加剧，长

### 期来看有利于我国纺织制造行业的发展并提高其国际竞争力

纺织行业是国民经济发展的主要支柱产业之一，行业内企业众多，集中度较低。近年来，我国的纺织行业不断发展，纺织业固定资产投资规模不断增加，但行业内总体产能过剩，产品同质化严重且大部分产品质量水平较低。2015年11月10日中央政府提出“供给侧改革”，受此影响，纺织行业自身也加速了结构性改革和调整，积极转型升级，加强创新能力，长期来看有利于我国纺织制造行业的发展。

收储政策的取消缩小了国内外棉花价差，从长期来看，将改变我国棉纺织业产品由于相对成本较高而带来的竞争劣势，我国棉纺织业的国际竞争力将有所增强。2016年4月以来，国内外棉花价差又有所扩大，主要受国内棉花种植面积减少、产量减少、种植周期及进口有配额限制等因素影响所致。

图9 国内外棉花价差（单位：元/吨）



注：美元对人民币汇率按照月均汇率计算  
资料来源：Wind资讯，鹏元整理

### 印染行业投资增速放缓；另外环保要求提高，印染业大批企业被关停，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1-5月份，规模以上印染企业印染布产量204.22亿米，较2015年同期下降1.85%，降幅收窄9.29个百分点。2016年1-5月份，印染企业500万元以上项目固定资产完成投资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，而且监管力度不断加大，印染行业发展空

间收窄。2015年新《环保法》正式实施，同时根据《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；绍兴出台《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

公司主要进行色织布、印染布及服装等棉纺产品的生产和销售，产品以出口外销为主。2016年公司主营业务收入仍主要来自于色织布、印染布、服装、棉纱等产品收入；其他业务收入仍主要来自于加工费、原棉、针织布、色纱、废料等。2016年公司色织布、印染布收入同比变化不大；服装收入同比增长7.73%，主要系服装转口贸易<sup>2</sup>增长所致；棉纱收入同比增长93.58%，主要系公司棉纱贸易规模增长所致；其他业务收入同比增长15.22%，主要系加工费、原棉收入增长所致。受益于服装、棉纱收入以及其他业务收入的增长，2016年公司营业收入同比增长7.52%，为373,861.10万元。

毛利率方面，2016年公司综合毛利率同比提升1.28个百分点，为21.90%。其中，色织布、印染布毛利率同比变动不大；服装毛利率提升系高端产品占比变多所致；棉纱毛利率提升主要系贸易规模增大、采购成本降低所致；加工费、针织布、色纱业务的毛利率有所上升，系负责运营的子公司逐步运行正常、调整产品结构所致。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
<b>主营业务</b>	<b>321,192.87</b>	<b>24.09%</b>	<b>301,986.86</b>	<b>23.32%</b>
其中：色织布	178,076.77	27.27%	178,697.02	25.84%
印染布	56,349.98	20.37%	55,434.88	20.00%
服装	50,435.97	24.75%	46,818.45	21.57%
棉纱	29,442.13	9.17%	15,209.06	7.34%
电、汽、污水处理、压缩空气	6,100.59	34.16%	5,827.44	33.60%
印花布	787.43	11.00%	-	-
<b>其他业务</b>	<b>52,668.22</b>	<b>8.55%</b>	<b>45,710.23</b>	<b>2.76%</b>
加工费	19,746.81	5.94%	12,618.31	-9.92%
原棉	13,596.54	2.01%	8,617.02	1.39%
针织布、色纱	11,928.02	11.15%	16,764.12	5.34%
下脚料	4,782.10	23.17%	4,824.83	18.89%
辅料	1,288.40	17.33%	826.58	16.68%
籽棉	795.06	3.53%	1,003.18	1.34%
租金	531.3	72.85%	572.65	73.25%
印花布	-	-	483.54	3.08%

<sup>2</sup>转口贸易系公司自己设计服装样式，向孟加拉工厂出口面料，由孟加拉工厂制作服装再进行销售。

合计	373,861.10	21.90%	347,697.08	20.62%
----	------------	--------	------------	--------

注：2015年印花布收入放在其他业务中核算

资料来源：公司提供，鹏元整理

**表3 公司服装收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
转口贸易	15,081.12	8.52%	12,330.38	7.33%
非转口贸易	35,354.85	31.67%	34,488.07	26.66%
合计	50,435.97	24.75%	46,818.45	21.57%

资料来源：公司提供，鹏元整理

**2016年公司主要产品无新增产能，整体经营较为稳定；柬埔寨生产基地产能利用率仍处较低水平**

公司面料产品（色织布、印染布）以代工为主、服装以贴牌生产为主，均采用“以销定产”的生产模式。2016年公司织造工序继续施行小单元模式<sup>3</sup>，即将色织布生产中技术成熟、劳动密集和产品附加值相对较低的织造工序外包给小单元进行生产，2016年小单元织造产量占公司织造总产量的46%左右。与公司合作的小单元稳定性较高，2016与公司合作的小单元为41家，同比变化不大。

2016年公司主要产品产能无变化，色织布、印染布仍由公司本部生产基地进行生产，色织布、印染布产能分别为16,000万米、6,000万米；服装仍由公司本部生产基地、柬埔寨生产基地以及孟加拉合作的生产工厂进行生产，其中公司本部服装年产能532万件、柬埔寨生产基地年产能568万件。

2016年公司加大销售力度，色织布、印染布、服装的产量、产能利用率同比有所增长。2016年色织布总产量为19,725.25万米，同比增长5.06%，外协加工占比同比变化不大，为22.00%；色织布产能利用率96.16%，同比提高3.72个百分点；印染布产量4,509.72万米，同比增长4.87%，产能利用率75.16%，同比提高3.66个百分点；服装产量（不包含转口贸易）为647.14万件，同比增长4.51%，产能利用率为58.83%，产能利用率水平较低，主要系柬埔寨生产基地产能利用率低所致。公司为控制成本以及应下游客户要求，将部分转口贸易的服装生产放在孟加拉生产。柬埔寨服装生产基地产量变动不大，产能利用率仍较低，2016年公司加强员工管理、降低工资支出，柬埔寨服装生产基地净利润亏损状况有所好转。

**表4 2015-2016年公司色织布外协加工比重<sup>4</sup>**

<sup>3</sup>小单元运营模式为，公司提供厂房、基础设施、技术、订单、原材料，入驻园区经营户（小单元）自购织机、招工，独立经营，自负盈亏，为公司提供织造加工服务。

<sup>4</sup>色织布外协加工比重=[总产量（包括外协加工）-自产量]/总产量（包括外协加工）。

项目	2016年	2015年
色织布	22.00%	21.03%

资料来源：公司提供，鹏元整理

**表5 公司主要产品的产能、产量和产能利用率情况**

产品	项目	2016年	2015年
色织布(万米)	产能	16,000.00	16,000.00
	总产量（包括外协加工）	19,725.25	18,727.58
	自产量	15,385.07	14,790.08
	产能利用率 <sup>5</sup>	96.16%	92.44%
印染布(万米)	产能	6,000.00	6,000.00
	产量	4,509.72	4,290.04
	产能利用率	75.16%	71.50%
服装(万件)	产能（不包含转口贸易）	1,100.00	1,100.00
	产量（不包含转口贸易）	647.14	619.19
	产能利用率	58.83%	56.29%

资料来源：公司提供，鹏元整理

**表6 公司柬埔寨服装生产基地情况（单位：万件，万元）**

基地名称	产能状况	2016年		2015年	
		产量	净利润	产量	净利润
AMM 制衣（柬埔寨）公司	180	110	-60.21	108	-307.67
联发恒宇（柬埔寨）制衣有限公司	288	67	-208.84	72	-279.72
联发柬埔寨制衣有限公司	100	55	309	56	-116
合计	568	232	-	236	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

**2016年公司主要原材料采购均价下降，人工成本继续增长，仍面临一定成本控制压力**

2016年纺织服装业务<sup>6</sup>营业成本构成变动不大，仍由原材料、工资、折旧、能源、其他制造费用构成，其中其他制造费用系付给小单元、外协加工厂的加工费。2016年纺织服装业务收入增速为6.39%，工资成本增速为9.59%，快于收入增速，能源仍主要由公司自产提供、成本增速与收入增速基本持平，原材料成本、折旧成本、其他制造费用增速低于收入增速。总体来看，2016年公司单位人工成本继续增长，单位能源成本变动不大，单位原材料、折旧、其他制造费用成本降低。

**表7 公司纺织服装业务营业成本构成情况（单位：万元）**

<sup>5</sup> 产能利用率=自产量/产能。

<sup>6</sup> 纺织服装业务由色织布、印染布、印花布、服装、棉纱等业务构成。

项目	2016年		2015年		同比增减
	金额	占比	金额	占比	
原材料	137,904.81	57.51%	130,680.84	57.39%	5.53%
工资	35,653.69	14.87%	32,532.53	14.29%	9.59%
折旧	10,061.86	4.20%	10,135.45	4.45%	-0.73%
能源	20,078.04	8.37%	18,856.19	8.28%	6.48%
其他制造费用	36,092.12	15.05%	35,486.94	15.59%	1.71%
<b>合计</b>	<b>239,790.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>227,691.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>5.31%</b>

资料来源：公司2016年年报，鹏元整理

公司色织布生产的直接原材料为棉纱，部分自产、部分外购；印染布的直接原材料为白坯布，30%左右由小单元织造（织造的原材料棉纱由公司提供），70%左右外购；服装的直接原材料主要为色织布，以公司自产为主，自产率80%左右；棉纱生产的直接原材料为棉花。由于公司棉纱产能不足，故公司生产色织布、印染布的棉纱仍需外购，外购的棉纱主要为国内中高档棉纱，2016年自产棉纱量占当年棉纱生产用量的比例为43.30%。总的来看，公司外购的原材料主要为棉花、棉纱、白坯布等。

2016年公司进口棉花配额降至3,010吨，同比下降7.36%；长绒棉国内采购均价大幅下降、低于进口采购均价，细绒棉国内、进口采购均价均有上升，但进口上升幅度更大；进口棉低价的成本优势有所减弱，公司降低棉花国际采购，加大国内棉花采购。棉纱、白坯布主要为国内采购，2016年公司棉纱、白坯布采购均价继续下降。随着公司原棉贸易、棉纱贸易规模扩大以及主要产品生产量增长，公司棉花、棉纱采购金额大幅增长。

整体来看，2016年公司主要原材料采购均价下滑。但我们关注到2016年下半年以来，国内棉花价格回升，可能会对公司未来盈利产生不利影响。

**表8 公司近年获得的进口棉花配额（单位：吨）**

项目	2016年	2015年	同比变化
棉花	3,010	3,249	-7.36%

资料来源：公司提供，鹏元整理

**表9 近年公司棉花采购情况（单位：万元、万元/吨，不含税）**

项目	2016年		2015年		金额同比变化	单价同比变化	
	金额	单价	金额	单价			
长绒棉	国际采购	239.58	2.00	931.89	2.50	-74.29%	-20.00%
	国内采购	6,332.53	1.98	2,319.19	2.73	173.05%	-27.47%
	<b>合计</b>	<b>6,572.11</b>	<b>-</b>	<b>3,251.08</b>	<b>-</b>	<b>102.15%</b>	<b>-</b>
细绒棉	国际采购	1,497.24	1.11	2,601.49	1.01	-42.45%	9.90%
	国内采购	27,364.72	1.28	20,000.70	1.26	36.82%	1.59%

	合计	28,861.96	-	22,602.19	-	27.70%	-
--	----	-----------	---	-----------	---	--------	---

资料来源：公司提供，鹏元整理

表10 棉纱自产与外购情况（单位：吨）

项目	2016年	2015年	同比变化
自产	15,562.16	14,603.61	6.56%
外购	36,925.25	32,260.20	14.46%
合计	52,487.41	46,863.81	12.00%
当期生产所用棉纱量	35,944.21	34,554.68	4.03%
自产占当期消费比例	43.30%	42.26%	1.04%

注：外购棉纱量包含棉纱贸易的采购量

资料来源：公司提供，鹏元整理

表11 近年公司棉纱部分品种采购均价（单位：万元/吨）

项目	2016年	2015年	同比变化
J40SC	2.16	2.36	-8.47%
J50SC	2.6	3.04	-14.47%
J60SC	3.75	3.89	-3.60%
J80S/2C	4.26	4.44	-4.05%
J100S/2C	5.73	6	-4.50%

资料来源：公司提供，鹏元整理

表12 近年公司白坯布采购情况（单位：万元、元/米）

项目	2016年		2015年		单价同比变化
	金额	单价	金额	单价	
品种1	36,565.78	7.81	34,673.13	8.21	-4.87%
品种2	782.53	8.8	159.59	9.97	-11.74%
合计	37,348.31	-	34,832.72	-	7.22%

资料来源：公司提供，鹏元整理

供应商方面，2016年公司供应商集中度略有上升。2016年公司从前5名供应商合计采购金额占年度采购总额比例为17.30%，同比上升2.79个百分点。2016年公司继续采用低库存策略强化库存管理，对原料采购部及业务部采取考核措施，按年制定库存目标，每月按实际库存对部门经理进行考核。公司主要产品色织布、印染布库存有所上升，主要系业务规模增长所致，服装库存量同比略有下降，纱库存有所上升系棉纱贸易业务规模增长所致，公司库存压力变化不大。

表13 2015-2016年公司主要产品库存量情况<sup>7</sup>

<sup>7</sup>色织布生产量使用数据为色织布自产量。



项目	2016年		2015年	
	库存量	库存量/生产量	金额	库存量/生产量
色织布（万平米）	1,258.18	6.38%	1,101.71	5.88%
印染布（万平米）	501.58	11.12%	445.07	10.37%
服装（万件）	91.46	9.14%	92.98	10.11%
棉纱（T）	5,536.64	35.58%	4,564.78	31.26%

资料来源：公司提供，鹏元整理

**2016年公司主要产品销量均有增长，但受对日本、美国出口下降影响，外销收入下滑**

2016年公司加大销售力度，色织布、印染布、服装销量均有不同程度增长，分别同比增长2.37%、3.80%、5.20%，其中服装销量增长主要系转口贸易增长所致。销售均价方面，随着原材料价格下降，公司色织布、印染布销售均价有所下跌，分别同比下降2.68%、2.13%；服装销售均价有所增长主要系高端产品占比增大所致。产销率方面，色织布产销率有所下滑，主要系公司服装生产自用的色织布占比提高所致；色织布、服装产销率变动不大，仍保持在较高水平。

**表14 2015-2016年公司主要产品销售情况**

产品	项目	2016年	2015年	同比变化
色织布	销量（万平米）	13,601.08	13,285.89	2.37%
	销售均价（元/米）	13.09	13.45	-2.68%
	产销率	68.95%	70.94%	-
印染布	销量（万平米）	4,219.60	4,064.99	3.80%
	销售均价（元/米）	13.35	13.64	-2.13%
	产销率	93.57%	94.75%	-
服装	销量（万件）	1,001.89	952.35	5.20%
	销售均价（元/件）	50.34	49.16	2.40%
	产销率	100.15%	103.57%	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

**表15 公司服装销量构成情况**

产品	项目	2016年	2015年	同比变化
转口贸易	销量（万件）	353.25	300.35	17.61%
	销售均价（元/件）	42.69	41.05	4.00%
非转口贸易	销量（万件）	648.64	652.00	-0.52%
	销售均价（元/件）	54.50	52.89	3.04%

资料来源：公司提供，鹏元整理

从销售区域来看，2016年公司产品仍以出口外销为主，2016年主营业务外销收入同比

下降4.16%，主要系国内纺织行业成本优势逐渐下降、国际品牌服装生产商转移生产基地所致；其中，对日本出口同比下降41.39%，对美国出口同比下降8.77%，对欧洲、东南亚出口同比变动不大；内销销售规模同比增长42.49%，主要系棉纱、加工以及原棉业务规模增长所致。

**表16 2015-2016年公司主营业务内销外销分布情况（单位：万元）**

项目		2016年		2015年	
		金额	占比	金额	占比
外销	日本	3,329.25	1.04%	5,679.98	1.88%
	欧洲	56,359.85	17.55%	55,840.50	18.49%
	美国	86,629.07	26.97%	94,954.65	31.44%
	其他（东南亚）	77,854.75	24.24%	77,423.28	25.64%
<b>外销合计</b>		<b>224,172.92</b>	<b>69.79%</b>	<b>233,898.41</b>	<b>77.45%</b>
<b>内销合计</b>		<b>97,019.95</b>	<b>30.21%</b>	<b>68,088.45</b>	<b>22.55%</b>
<b>合计</b>		<b>321,192.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>301,986.86</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年公司客户集中度尚可，主要合作客户无重大变化，前5名客户合计销售金额占年度销售总额的比例为10.68%，同比上升了1.17个百分点。公司产品主要销往国际市场，销售收入主要以美元结算，近年来外销金额均在20亿元以上，原材料采购以国内采购为主，公司外汇风险敞口较大。为有效减少外汇汇率变动带来的影响，公司一般利用远期外汇结售汇合同对未来销售现金流入进行套期保值。2016年，由于美元持续走强，公司未再签订远期外汇结售汇合同。随着人民币汇率市场化的进行，人民币汇率波动幅度将继续增大，公司仍存在一定的汇率风险。

**2016年公司继续保持较大规模研发投入，继续提升研发能力及创意设计能力；公司计划在非洲扩增产能，目前仍处商议筹划阶段**

公司继续保持较大规模研发投入，2016年公司研发投入金额为1.09亿元，同比增长18.93%，占营业收入比重为2.91%。2016年，公司重点开发成功的产品分别有16个系列、9个系列、11个系列；“无莱卡弹力织物的低碳节能环保后整理方法”荣获中国专利优秀奖，“高性能淀粉基环保纺织浆料的关键制备技术与产业化应用”荣获中国商业联合会科技进步三等奖，“棉德绒混纺色织面料”和“全棉易护理功能性色织面料”被认定为高新技术产品；申请发明专利6项，授权发明专利3项，申请并获得授权实用新型专利10项。

**表17 公司研发情况（单位：万元）**

项目	2016年	2015年
研发投入金额	10,873.18	9,142.54

研发投入占营业收入比例	2.91%	2.63%
资料来源：公司提供，鹏元整理		

公司原有订单模式是客户给样品、下订单、再生产，公司不接触核心的设计部分，产品附加值相对较低。2015年公司增加现货面料的销售，即公司自己设计面料，客户选中后下订单再生产；面料的花型款式、新产品设计由产品创意设计中心负责。现货面料销售模式下，公司产品附加值大幅提高。公司目前现货面料的量还比较小，以小批量、多批次、快交期为主要特点。2016年公司实现现货面料销售收入2.80亿元，同比增长43.72%，有力支撑了公司经济效益的增长；毛利率为34.36%，同比下降7.71个百分点，主要系市场竞争激烈所致。

**表18 公司现货面料产品销售收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
色织布	17,337.98	35.61%	11,031.54	43.06%
印染布	10,639.40	32.33%	8,434.87	40.77%
<b>合计</b>	<b>27,977.38</b>	<b>34.36%</b>	<b>19,466.41</b>	<b>42.07%</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司与由埃塞俄比亚投资委员会（以下简称“EIC”）代表的埃塞俄比亚政府、中国土木工程集团有限公司（以下简称“中土集团”）于北京时间2016年11月29日签署了关于在埃塞俄比亚德雷达瓦发展纺织服装产业的《谅解备忘录》（又称“合作意向性协议”，以下简称“协议”）。协议约定中土集团在德雷达瓦建设工业园区，根据公司的规划，将正常生产所必须的公用工程设施接口建设并送到公司厂区外围红线；公司在德雷达瓦工业园区建设纺织服装产业链，包括面料厂、服装厂和纺纱厂等。本协议涉及的交易事项尚处于商议筹划阶段，不涉及具体的金额。公司非洲埃塞俄比亚项目预计土地规模为90公顷，各产品初步产能规划如下表所示，具体项目规模和投资进度由公司考察论证并经三方协商后确定，之后公司将根据需要分期投入、分步实施。

若非洲埃塞俄项目成功实施，公司产能将大幅增长，有利于公司营业收入规模的增长，但同时也需关注该项目仍处商议筹划阶段，项目实施面临一定的政治及政策风险，且成功实施后新增产能能否顺利消化具有一定不确定性。

**表19 公司非洲埃塞俄项目初步规划的产能情况**

产品	规划年产能
染色面料	3,000 万米
色织面料	3,000 万米
服装	3,600 万件

棉纱 20 万锭

资料来源：公司提供，鹏元整理

**公司投资理财规模较大，投资理财收入为利润的有益补充，但需关注投资理财风险**

近年来公司主要通过购买衍生金融资产、银行理财产品、国债逆回购、基金产品等以及发放委托贷款等方式进行投资，2016年底，公司主要的投资理财资产规模为150,299.91万元，占总资产的31.81%，投资理财规模较大。2016年公司出售了亏损的交易性金融资产，增加了委托贷款投资，实现投资收益9,248.82万元，为公司利润的有益补充。

**表20 公司主要投资理财情况（单位：万元）**

项目		2016年	2015年
交易性金融资产--衍生金融资产		8,455.54	19,930.01
其他流动资产中的投资理财	银行理财产品	2,500.15	129,901.82
	国债逆回购	17,664.22	-
	基金产品	65,000.00	10,120.00
其他非流动资产中的投资理财	委托放款 *1	56,680.00	7,619.00
合计		150,299.91	167,570.83

资料来源：公司提供，鹏元整理

以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产2016年底同比减少57.57%，主要系公司子公司上海崇山投资有限公司处置1亿元基金产品所致，处置后剩余1亿元资管计划公允价值变动损益为-1,565.87元。基金产品主要是平安信托、中信证券信益财富等公司的基金产品，银行理财、基金产品均为非保本投资理财。委托贷款主要为向小单元、江苏四友布业有限公司（以下简称“四友布业”）、海安县开发区经济技术开发总公司（以下简称“海安经开”）、海安开发区建设投资有限公司（以下简称“海安开发建投”）提供的委托贷款，公司发放的委托贷款均有抵质押及担保措施。2016新增委托贷款主要为向四友布业、海安经开、海安开发建投提供的委托贷款。其中，向四友布业提供的委托贷款规模为1,500万元，贷款期限2016.11.18-2019.11.17，年利率6%，由江苏四友布业有限公司以现有的机器设备为其贷款本金及利息提供抵押担保，同时，潘根荣、姜跃兰夫妇和潘根才、韦宝芳夫妇以其全部财产为该笔委托贷款事项提供连带责任担保；向海安经开发放的委托贷款规模为2亿元，期限30个月，利率9.6%，由南通市新沿海实业有限公司以其合法拥有的全部资产以其合法拥有的全部资产提供连带责任担保；向海安开发建投发放的委托贷款规模为3亿元，期限30个月，利率9.6%，由海安城镇建设投资有限公司以其合法拥有的全部资产提供连带责任担保。公司新增委托放款对象主要为当地政府平台公司，且由第三方提供连带责任担保，整体风险可控，但需关注委托贷款回收时间可能受政府部门资金调度影响，存在一定的不确定性。

整体来看，公司投资理财规模较大，理财投资收入为公司利润的有益补充，但需关注其投资理财风险。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2016年审计报告及未经审计的2017年一季度报表，报告均采用新会计准则编制。公司2016年度纳入合并范围的主体共28家，较上年度减少2家，公司合并范围子公司情况详见附录五。

### 资产结构与质量

#### 公司资产规模继续稳步增长，整体资产质量尚可

随着业务发展，公司总资产规模继续稳步增长，截至2016年底，公司总资产为472,518.82万元，同比增长5.66%；其中流动资产占比52.39%，同比下降9.97个百分点，主要系公司减少短期投资，增加长期委托贷款投资所致。

公司流动资产主要由货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收账款、存货以及其他流动资产构成。受投资理财影响，公司货币资金规模波动较大，2016年底货币资金规模同比增长22.43%，为2.88亿元；受限货币资金规模较小，为231万元。受市场竞争加剧、公司延长客户信用期、客户TT方式结算占比增长影响，应收账款增速快于营业收入增速，同比增长15.73%，为3.97亿元；应收账款账龄较短，主要集中在1年以内；应收账款集中度不高，应收账款余额前五名合计占应收账款余额的15.94%。整体来看，公司应收账款风险可控，但需关注随着市场竞争加剧，公司应收账款账龄可能会进一步增长，对公司资金形成一定占用。存货主要由原材料、在产品、库存商品构成，其中原材料2.19亿元，在产品1.30亿元，库存商品3.31亿元。随着公司主要产品生产量增长以及棉纱贸易规模扩大，存货规模增长较快，2016年底同比增长30.13%，为67,232.26万元。公司以销定产的方式进行生产，存货主要为棉纱、色织布、印染布、服装等，变现能力较强、存货跌价风险不大。其他流动资产主要系银行理财产品、国债逆回购、基金产品等短期投资理财。2016年底公司其他流动资产规模同比下降36.62%，为9.10亿元，其中投资理财资产规模为8.52亿元。

公司非流动资产主要为固定资产、其他非流动资产。固定资产主要为机械设备、房屋及建筑物、电子设备及其他，2016年底固定资产规模为146,257.03万元，同比增长5.64%，主要系部分联发纺织、环保新能源产能扩增项目完工转入固定资产所致；被抵押的固定资产规模为6,183.69万元。其他非流动资产主要系委托放款投资，2016年底公司非流动资产为59,467.28万元，同比增长582.65%，主要系公司向四友布业、海安经开、海安开发建设提供委托贷款所致。

**表21 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	31,782.57	6.56%	28,792.57	6.09%	23,518.35	5.26%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	8,483.43	1.75%	8,455.54	1.79%	19,930.01	4.46%
应收账款	42,029.56	8.67%	39,729.11	8.41%	34,328.38	7.68%
存货	66,008.23	13.62%	67,232.26	14.23%	51,664.95	11.55%
其他流动资产	103,046.93	21.26%	90,999.02	19.26%	143,582.39	32.11%
<b>流动资产合计</b>	<b>263,891.12</b>	<b>54.44%</b>	<b>247,570.37</b>	<b>52.39%</b>	<b>278,887.91</b>	<b>62.36%</b>
固定资产	143,053.16	29.51%	146,257.03	30.95%	138,445.43	30.96%
其他非流动资产	56,282.00	11.61%	59,467.28	12.59%	8,711.19	1.95%
<b>非流动资产合计</b>	<b>220,868.76</b>	<b>45.56%</b>	<b>224,948.45</b>	<b>47.61%</b>	<b>168,313.96</b>	<b>37.64%</b>
<b>资产总计</b>	<b>484,759.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>472,518.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>447,201.87</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年第一季度报告，鹏元整理

## 资产运营效率

### 公司存货周转速度、固定资产周转速度略下滑，整体资产运营效率变动不大

2016年公司应收账款周转天数为35.66天，略有下降，应收账款周转率有所提高。2016年公司生产量增长、棉纱贸易规模扩大，存货规模增速较快，存货周转天数有所增加，与鲁泰<sup>8</sup>存货周转天数变动趋势相一致。受棉花价格下降影响，应付账款规模有所下滑，而随着公司业务规模增长，营业成本仍继续增长，故公司应付账款周转天数有所下降，与鲁泰应付账款周转天数变动相一致。受存货周转率下降影响，公司净营业周期有所增长。

公司流动资产规模下降、总资产规模变动不大，而营业收入规模持续增长，故流动资产周转天数、总资产周转天数均有所下降；2016年公司部分新增产能由在建工程转入固定

<sup>8</sup>鲁泰全称鲁泰纺织股份有限公司，是鲁泰集团的子公司。截至2016年底，鲁泰总资产94.07亿元，所有者权益合计74.13亿元，2016年实现面料产品收入43.43亿元，衬衫收入12.17亿元，产品70%外销，其中高档色织面料自主品牌出口占比达到70%，出口市场份额占全球市场的18%。

资产，固定资产规模有所增长、周转率有所下降。

总的来看，公司存货与固定资产的周转速度略下滑，整体资产运营效率变动不大。

**表22 公司及鲁泰资产运营效率指标（单位：天）**

项目	鲁泰		公司	
	2016年	2015年	2016年	2015年
应收账款周转天数	16.73	13.84	35.66	37.06
存货周转天数	160.03	144.98	73.30	68.61
应付账款周转天数	22.52	24.57	34.71	38.19
净营业周期	154.24	134.25	74.25	67.47
流动资产周转天数	197.80	184.62	253.47	287.85
固定资产周转天数	305.08	288.00	137.07	135.66
总资产周转天数	553.85	514.29	442.81	453.63

资料来源：公司及鲁泰2015-2016年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

### 公司营业收入继续增长，毛利率水平较为稳定，整体盈利能力有所提升

2016年公司色织布、印染布收入同比变化不大；服装收入同比增长7.73%，主要系服装转口贸易增长所致；棉纱收入同比增长93.58%，主要系公司棉纱贸易规模增长所致；其他业务收入同比增长15.22%，主要系加工费、原棉收入增长所致。受益于服装、棉纱收入以及其他业务收入的增长，2016年公司营业收入同比增长7.52%，为373,861.10万元。公司短期内产能扩张规模较小，预计未来营业收入规模变动不大。毛利率方面，2016年公司综合毛利率同比提升1.28个百分点。其中，主营业务毛利率同比略有增长，主要系面料采购成本下降幅度大于销售均价下降幅度、高毛利率的服装高端产品占比变多所致；其他业务毛利率同比增长5.79个百分点主要系负责运营加工业务、针织布业务、色纱业务的子公司逐步运行正常、调整产品结构所致。需关注2016年下半年以来，棉花价格呈上升趋势，可能会对公司未来盈利形成一定不利影响。

期间费用方面，销售费用同比变动不大；管理费用同比增长37.38%，主要系利润增加、按照公司的长期激励基金管理办法计提长期激励奖金所致；财务费用同比下降44.38%，主要系美元升值导致汇兑收益增加所致。整体来看，公司期间费用规模变动不大，期间费用率为9.89%。公司资产减值损失以坏账损失、存货跌价损失为主，2016年公司资产减值损失减少主要系公司子公司江苏占姆士纺织有限公司注销两家子公司、清货而转销存货跌价准备所致；公允价值变动损益同比亏损加大，主要系子公司上海崇山投资有限公司购买的

资管计划浮亏所致；投资收益同比增长较快，主要系委托贷款收益大幅增长至4,965.65万元所致，委托贷款收益未来2年内可持续较强，但仍需关注若公司投资理财亏损，将会对公司盈利形成不利影响。营业外收入系政府补助收入，补助规模略有波动，2016年底公司递延收益中的政府补助金额为4,396.87万元，短期内政府补助收入具有一定的可持续性。

受益于营业收入规模及投资收益的增长，公司营业利润同比增长25.21%，为4.85亿元。营业外收入同比变动不大。2016年公司实现利润总额、净利润分别为5.17亿元、3.84亿元，分别同比增长25.16%、30.49%。

**表23 公司主要盈利指标**

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
营业收入（万元）	88,855.82	373,861.10	347,697.08
资产减值损失（万元）	220.30	1,342.24	2,250.85
公允价值变动损益（万元）	-10.80	-1,474.47	-69.99
投资收益（万元）	2,481.93	9,248.82	6,866.23
营业利润（万元）	7,340.88	48,488.16	38,724.15
营业外收入（万元）	564.59	3,453.18	3,466.91
利润总额（万元）	7,877.91	51,653.19	41,269.26
净利润（万元）	5,751.74	38,357.34	29,395.33
综合毛利率	17.66%	21.90%	20.62%
期间费用率	11.05%	9.89%	10.10%
总资产回报率	-	12.65%	10.88%
净资产收益率	-	13.76%	10.86%

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年第一季度报告，鹏元整理

## 现金流

### 受市场竞争加剧影响，公司营运资本增长，经营活动现金流净流入规模大幅下降

2016年，公司现金回笼能力仍保持在较好水平，收现比1.02，同比略有提高。受益于净利润增长，公司经营所得现金（FFO）同比增加6,452.77万元。但由于市场竞争加剧，公司延长客户信用账期，且由于生产规模增长、棉纱贸易规模扩大，存货规模增长，公司营运资本增加2.68亿元。公司经营活动现金流净流入2.85亿元，同比减少2.10亿元。

投资活动现金流方面，2016年投资理财支出大幅降低，投资理财现金流净流入<sup>9</sup>2.43亿元，同比大幅增长；支付购建固定资产、无形资产和其他长期资产的现金2.53亿元，同比变动不大。受投资理财现金流支出减少影响，2016年公司投资活动净流出同比减少5.55

<sup>9</sup> 投资理财现金流净流入=收回投资所收到的现金+取得投资收益收到的现金-投资支付的现金



亿元。

筹资活动现金流方面，2016年银行融资现金流净流入大幅下降，为1,683.18万元，同比下降1.59亿元；分配股利、利润或偿付利息支付的现金变动不大，为2.59亿元。受银行贷款现金净流入减少影响，2016年公司筹资活动现金流净流出同比增加1.64亿元。

**表24 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2016年	2015年
收现比	1.02	0.97
净利润	38,357.34	29,395.33
非付现费用	20,024.28	20,732.02
非经营损益	-3,399.92	-1,598.41
FFO	54,981.70	48,528.93
营运资本变化	-26,802.12	777.53
其中：存货减少（减：增加）	-15,858.93	596.80
经营性应收项目的减少（减：增加）	-11,567.15	6,260.45
经营性应付项目的增加（减：减少）	623.96	-6,079.72
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>28,542.48</b>	<b>49,540.37</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-870.89</b>	<b>-56,398.92</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-24,260.10</b>	<b>-7,871.83</b>
现金及现金等价物净增加额	5,274.82	-13,504.32

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

### 本期债券即将到期，公司短期偿债压力加大

截至2016年底，公司负债总额为18.43亿元，同比增长3.71%。受益于经营积累，公司所有者权益继续增长，截至2016年底，所有者权益为28.82亿元，同比增长6.95%；负债与所有者权益比率为63.95%，同比略有减少，所有者权益对负债的保障程度有所增加。

**表25 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	190,887.17	184,302.71	177,706.54
所有者权益	293,872.71	288,216.11	269,495.33
负债与所有者权益比率	64.96%	63.95%	65.94%

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年第一季度报告，鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2016年底公司流动负债占负债总额的97.47%，同比提高45.13个百分点，主要系本期债券即将到期，应付债券转入一年内到期

的非流动负债所致。短期借款以保证借款、信用借款为主，应付账款主要系应付材料款，分别同比增长 4.10%，下降 7.40%。应付职工薪酬同比增加 81.84%，主要原因系 2016 年底计提长期激励基金、因销售额增加相应提取业务部奖金较多所致，无拖欠性质的金额。一年内到期的非流动负债系即将于 2017 年 10 月到期的本期债券。

**表26 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	57,700.00	30.23%	43,200.00	23.44%	41,500.00	23.35%
应付票据	200.00	0.10%	4,255.00	2.31%	5,378.00	3.03%
应付账款	30,349.83	15.90%	27,066.93	14.69%	29,231.08	16.45%
预收款项	499.34	0.26%	5,937.93	3.22%	2,895.58	1.63%
应付职工薪酬	9,028.74	4.73%	11,593.98	6.29%	6,376.08	3.59%
应交税费	4,772.20	2.50%	5,585.29	3.03%	5,511.26	3.10%
一年内到期的非流动负债	79,886.23	41.85%	79,835.79	43.32%	26.67	0.02%
<b>流动负债合计</b>	<b>186,225.73</b>	<b>97.56%</b>	<b>179,637.68</b>	<b>97.47%</b>	<b>93,008.79</b>	<b>52.34%</b>
应付债券	-	0.00%	-	0.00%	79,634.04	44.81%
递延收益	4,394.77	2.30%	4,396.88	2.39%	4,924.33	2.77%
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,661.44</b>	<b>2.44%</b>	<b>4,665.03</b>	<b>2.53%</b>	<b>84,697.75</b>	<b>47.66%</b>
<b>负债合计</b>	<b>190,887.17</b>	<b>100.00%</b>	<b>184,302.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>177,706.54</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年第一季度报告，鹏元整理

公司有息债务规模同比变动不大，但随着本期债券即将到期，公司短期偿债压力加大。截至 2016 年底，公司有息负债合计 12.74 亿元，占负债总额的比例为 69.12%，其中短期有息负债为 12.73 亿元，占负债总额的比例为 69.07%。

**表27 公司有息负债构成情况（单位：万元）**

项目	2017年3月	2016年	2015年
<b>短期：</b>			
短期借款	57,700.00	43,200.00	41,500.00
应付票据	200.00	4,255.00	5,378.00
一年内到期的非流动负债	79,886.23	79,835.79	-
<b>长期：</b>			
长期借款	100.91	100.91	117.73
应付债券	-	-	79,634.04
<b>有息债务</b>	<b>137,887.14</b>	<b>127,391.70</b>	<b>126,629.77</b>

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年第一季度报告，鹏元整理

偿债指标方面，2016 年公司资产负债率变动不大，为 39.00%；由于本期债券即将到

期，公司流动负债增长较快，流动比率、速度比率大幅下降，短期偿债能力下降；受营业收入增长及投资收益增长影响，公司盈利能力有所提高，2016年，EBITDA为76,851.01万元，同比增长16.17%，EBITDA利息保障倍数由2015年的10.33增至11.79，EBITDA对利息保障程度增加。

**表28 公司偿债能力指标**

项目	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	39.38%	39.00%	39.74%
流动比率	1.42	1.38	3.00
速动比率	1.06	1.00	2.44
EBITDA（万元）	-	76,851.01	66,152.30
EBITDA利息保障倍数	-	11.79	10.33
有息负债/EBITDA	-	1.66	1.91

资料来源：公司2015-2016年审计报告和未经审计的2017年第一季度报告，鹏元整理

## 六、评级结论

公司主营业务在多年经营中形成一定的规模及渠道优势，持续平稳经营能力较强。2016年公司主要产品销量增长，营业收入增长，毛利率水平较为稳定。同时鹏元也关注到我国纺织行业业务规模增长，境外需求下降，受行业影响，公司外销收入下滑；受市场竞争加剧影响，公司营运资本增长，经营活动现金流净流入规模大幅下降以及随着本期债券即将到期，公司短期偿债压力加大等风险因素。

因此，鹏元决定维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

## 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	31,782.57	28,792.57	23,518.35	37,443.57
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	8,483.43	8,455.54	19,930.01	-
应收票据	2,750.82	2,056.97	1,699.18	1,500.65
应收账款	42,029.56	39,729.11	34,328.38	37,249.04
预付款项	8,114.63	9,075.59	3,750.44	5,162.84
应收利息	987.82	763.33	16.54	106.44
其他应收款	687.14	392.81	393.05	2,545.27
存货	66,008.23	67,232.26	51,664.95	53,541.09
一年内到期的非流动资产	-	73.17	4.63	10,046.44
其他流动资产	103,046.93	90,999.02	143,582.39	129,538.01
<b>流动资产合计</b>	<b>263,891.12</b>	<b>247,570.37</b>	<b>278,887.91</b>	<b>277,133.36</b>
可供出售金融资产	3,236.50	3,236.50	3,256.11	2,600.00
投资性房地产	2,863.11	2,828.87	2,866.21	2,984.84
固定资产	143,053.16	146,257.03	138,445.43	123,610.00
在建工程	3,153.47	863.82	3,214.54	6,236.34
无形资产	9,348.00	9,405.54	9,446.25	5,932.93
商誉	170.45	170.45	170.45	29.11
长期待摊费用	593.20	382.31	409.06	352.41
递延所得税资产	2,168.87	2,336.64	1,794.72	1,206.51
其他非流动资产	56,282.00	59,467.28	8,711.19	8,960.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>220,868.76</b>	<b>224,948.45</b>	<b>168,313.96</b>	<b>151,912.15</b>
<b>资产总计</b>	<b>484,759.88</b>	<b>472,518.82</b>	<b>447,201.87</b>	<b>429,045.50</b>
短期借款	57,700.00	43,200.00	41,500.00	18,900.00
应付票据	200.00	4,255.00	5,378.00	1,412.00
应付账款	30,349.83	27,066.93	29,231.08	29,334.63
预收款项	499.34	5,937.93	2,895.58	3,666.97
应付职工薪酬	9,028.74	11,593.98	6,376.08	6,626.79
应交税费	4,772.20	5,585.29	5,511.26	8,276.84
应付利息	2,310.18	1,020.30	1,026.40	961.02
其他应付款	1,479.21	1,142.45	956.38	1,226.01
一年内到期的非流动负债	79,886.23	79,835.79	26.67	112.50
其他流动负债	-	-	107.35	2,140.86
<b>流动负债合计</b>	<b>186,225.73</b>	<b>179,637.68</b>	<b>93,008.79</b>	<b>72,657.60</b>
长期借款	100.91	100.91	117.73	134.55

应付债券	-	-	79,634.04	79,432.28
递延收益	4,394.77	4,396.88	4,924.33	5,001.40
递延所得税负债	165.76	167.25	21.65	-
非流动负债合计	4,661.44	4,665.03	84,697.75	84,568.23
<b>负债合计</b>	<b>190,887.17</b>	<b>184,302.71</b>	<b>177,706.54</b>	<b>157,225.83</b>
股本	32,370.00	32,370.00	32,370.00	32,370.00
资本公积	96,341.40	96,341.40	96,605.19	107,804.37
其他综合收益	490.24	577.38	120.06	-2,167.35
盈余公积	17,020.48	17,020.48	17,020.48	13,386.02
未分配利润	145,183.95	139,190.50	119,210.48	109,581.03
归属于母公司股东权益合计	291,406.07	285,499.76	265,326.22	260,974.07
少数股东权益	2,466.63	2,716.35	4,169.12	10,845.60
<b>股东权益合计</b>	<b>293,872.71</b>	<b>288,216.11</b>	<b>269,495.33</b>	<b>271,819.67</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>484,759.88</b>	<b>472,518.82</b>	<b>447,201.87</b>	<b>429,045.50</b>

资料来源：公司2014-2016年审计报告及未经审计的2017年第一季度报告，鹏元整理

## 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
<b>一、营业总收入</b>	<b>88,855.82</b>	<b>373,861.10</b>	<b>347,697.08</b>	<b>339,158.31</b>
减：营业成本	73,161.35	291,971.82	276,011.41	269,283.97
税金及附加	783.77	2,860.01	2,400.42	3,416.70
销售费用	3,689.89	16,091.55	16,007.32	16,485.56
管理费用	3,811.29	17,236.99	12,546.69	12,105.30
财务费用	2,319.47	3,644.68	6,552.48	4,296.37
资产减值损失	220.30	1,342.24	2,250.85	202.39
加：公允价值变动收益	-10.80	-1,474.47	-69.99	-
投资收益	2,481.93	9,248.82	6,866.23	7,108.39
<b>二、营业利润</b>	<b>7,340.88</b>	<b>48,488.16</b>	<b>38,724.15</b>	<b>40,476.40</b>
加：营业外收入	564.59	3,453.18	3,466.91	3,848.45
其中：非流动资产处置利得	280.80	6.16	106.07	223.14
减：营业外支出	27.56	288.15	921.80	679.06
其中：非流动资产处置损失	1.44	124.46	694.63	213.25
<b>三、利润总额</b>	<b>7,877.91</b>	<b>51,653.19</b>	<b>41,269.26</b>	<b>43,645.79</b>
减：所得税费用	2,126.17	13,295.85	11,873.93	12,136.89
<b>四、净利润</b>	<b>5,751.74</b>	<b>38,357.34</b>	<b>29,395.33</b>	<b>31,508.90</b>
归属于母公司所有者的净利润	5,993.45	39,402.02	29,448.91	30,382.04
少数股东损益	-241.71	-1,044.68	-53.58	1,126.86

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报告，鹏元整理

### 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
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	86,281.64	381,501.35	337,083.45	278,325.64
收到的税费返还	5,047.63	20,502.79	23,010.88	20,247.80
收到其他与经营活动有关的现金	1,285.92	4,261.48	3,988.24	8,966.25
经营活动现金流入小计	92,615.19	406,265.62	364,082.57	307,539.69
购买商品、接受劳务支付的现金	63,063.63	280,730.87	215,683.87	162,379.57
支付给职工以及为职工支付的现金	16,902.18	59,409.64	54,839.95	48,122.92
支付的各项税费	5,829.92	22,295.43	25,915.93	19,706.53
支付其他与经营活动有关的现金	4,594.52	15,287.20	18,102.45	15,107.03
经营活动现金流出小计	90,390.25	377,723.13	314,542.20	245,316.04
经营活动产生的现金流量净额	2,224.94	28,542.48	49,540.37	62,223.65
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>				
收回投资所收到的现金	186,090.47	464,183.54	590,169.81	273,600.00
取得投资收益收到的现金	2,325.56	9,248.82	6,956.13	6,850.99
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	767.85	72.81	1,185.47	268.82
收到其他与投资活动有关的现金	-	-	207.73	38.36
投资活动现金流入小计	189,183.89	473,505.17	598,519.15	280,758.17
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,810.19	25,289.84	23,578.99	20,383.20
投资支付的现金	199,626.10	449,086.21	631,339.08	378,695.39
支付其他与投资活动有关的现金	0.57	-	-	36.66
投资活动现金流出小计	202,436.86	474,376.05	654,918.07	399,115.25
投资活动产生的现金流量净额	-13,252.97	-870.89	-56,398.92	-118,357.08
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>				
吸收投资收到的现金	-	-	-	490.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	-	-	490.00
取得借款收到的现金	14,500.00	49,700.00	58,641.56	26,930.73
收到其他与筹资活动有关的现金	231.00	231.60	652.50	1,099.71
筹资活动现金流入小计	14,731.00	49,931.60	59,294.06	28,520.44
偿还债务支付的现金	-	48,016.82	41,041.56	29,122.55
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	407.68	25,943.88	25,804.64	18,640.52
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	-	-	-	1,547.24
支付其他与筹资活动有关的现金	-	231.00	319.69	442.50
筹资活动现金流出小计	407.68	74,191.70	67,165.89	48,205.57
筹资活动产生的现金流量净额	14,323.32	-24,260.10	-7,871.83	-19,685.13

四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-74.29	1,863.32	1,226.06	244.40
五、现金及现金等价物净增加额	3,221.00	5,274.82	-13,504.32	-75,574.16
加：年初现金及现金等价物余额	28,561.57	23,286.75	36,791.07	112,365.23
六、期末现金及现金等价物余额	31,782.57	28,561.57	23,286.75	36,791.07

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报告，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	2016年	2015年	2014年
净利润	38,357.34	29,395.33	31,508.90
加：资产减值准备	1,342.24	2,250.85	202.39
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	18,230.66	18,057.45	16,546.81
无形资产摊销	238.56	219.41	291.80
长期待摊费用摊销	212.82	204.30	666.65
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	118.30	588.56	-9.89
公允价值变动损失	1,474.47	69.99	-
财务费用	4,652.46	5,175.82	6,017.69
投资损失	-9,248.82	-6,866.23	-7,108.39
递延所得税资产减少	-541.92	-588.21	24.50
递延所得税负债增加	145.59	21.65	-
存货的减少	-15,858.93	596.80	11,268.51
经营性应收项目的减少	-11,567.15	6,260.45	-11,656.85
经营性应付项目的增加	623.96	-6,079.72	14,475.94
其他	362.91	233.91	-4.42
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>28,542.48</b>	<b>49,540.37</b>	<b>62,223.65</b>
现金的期末余额	28,561.57	23,286.75	-
减：现金的期初余额	23,286.75	36,791.07	-
加：现金等价物的期末余额	-	-	36,791.07
减：现金等价物的期初余额	-	-	112,365.23
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>5,274.82</b>	<b>-13,504.32</b>	<b>-75,574.16</b>

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

## 附录四 主要财务指标表

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
有息债务（万元）	137,887.14	127,391.70	126,629.77	99,878.83
资产负债率	39.38%	39.00%	39.74%	36.65%
流动比率	1.42	1.38	3.00	3.81
速动比率	1.06	1.00	2.44	3.08
综合毛利率	17.66%	21.90%	20.62%	20.60%
总资产回报率	-	12.65%	10.88%	12.02%
EBITDA（万元）	-	76,851.01	66,152.30	67,413.15
EBITDA 利息保障倍数	-	11.79	10.33	10.77
应收账款周转天数	-	35.66	37.06	37.47
存货周转天数	-	73.30	68.61	79.53
应付账款周转天数	-	34.71	38.19	39.57
净营业周期	-	74.25	67.47	77.42
流动资产周转天数	-	253.47	287.85	267.22
固定资产周转天数	-	137.07	135.66	134.97
总资产周转天数	-	442.81	453.63	440.8
期间费用率	11.05%	9.89%	10.10%	9.70%
净资产收益率	-	13.76%	10.86%	11.96%
FFO（万元）	-	54,981.70	48,528.93	48,140.47

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度报告，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

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
阿克苏联发纺织有限公司	新疆阿克苏	新疆阿克苏	棉纱	-	100	投资设立
阿克苏联发棉业有限公司	新疆阿克苏	新疆阿克苏	棉花加工	-	100	投资设立
海安县联发制衣有限公司	江苏海安县	江苏海安县	衬衣	100	-	投资设立
淮安市联发制衣有限公司	江苏涟水县	江苏涟水县	衬衣加工	-	100	投资设立
宿迁联发制衣有限公司	江苏宿迁市	江苏宿迁市	衬衣加工	-	100	投资设立
泗阳联发霞飞制衣有限公司	江苏泗阳县	江苏泗阳县	衬衣加工	-	100	投资设立
江苏占姆士纺织有限公司	江苏海安县	江苏海安县	贸易	100	-	投资设立
上海豪恩服饰有限公司	上海奉贤区	上海奉贤区	贸易	-	100	投资设立
深圳占姆士服饰有限公司	广东深圳市	广东深圳市	贸易	-	100	投资设立
江苏联发领才织染有限公司	江苏海安县	江苏海安县	针织布	51	-	投资设立
联发纺织(香港)有限公司	香港	香港	贸易	100	-	投资设立
占姆士纺织(欧洲)有限公司	意大利	意大利	贸易	100	-	投资设立
联发纺织有限公司	美国纽约	美国纽约	贸易	100	-	投资设立
联发领才织染有限公司	香港	香港	贸易	-	51	投资设立
江苏联发纺织材料有限公司	江苏海安县	江苏海安县	贸易	100	-	投资设立
联发恒宇(柬埔寨)有限公司	柬埔寨	柬埔寨	衬衣	100	-	投资设立
亿联服装贸易有限公司	美国纽约	美国纽约	贸易	-	100	投资设立
海安占姆士进出口有限公司	江苏海安县	江苏海安县	贸易	-	100	投资设立
上海杰姆绅服饰有限公司	上海奉贤区	上海奉贤区	贸易	100	-	投资设立
上海崇山投资有限公司	上海杨浦区	上海杨浦区	投资	100	-	投资设立
淮安市联发纺织有限公司	江苏涟水县	江苏涟水县	制造	74	-	同一控制下企业合并
海安联发棉纺有限公司	江苏海安县	江苏海安县	制造	100	-	同一控制下企业合并
南通联发热电有限公司	江苏海安县	江苏海安县	电、蒸汽	100	-	非同一控制下企业合并
南通联发印染有限公司	江苏海安县	江苏海安县	印染布	100	-	非同一控制下企业合并

联发制衣（柬埔寨）有限公司	柬埔寨	柬埔寨	衬衣	-	100	非同一控制下企业合并
AMM 制衣（柬埔寨）公司	柬埔寨	柬埔寨	衬衣	67	-	非同一控制下企业合并
南通联发天翔印染有限公司	江苏海安县	江苏海安县	印花布	66.67	-	非同一控制下企业合并

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

## 附录六 主要财务指标计算公式

资产运营	应收账款周转天数（天）	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数（天）	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数（天）	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	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（天）	$[(\text{本年流动资产} + \text{上年流动资产}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	固定资产周天数（天）	$[(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	总资产周转天数（天）	$[(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
现金流	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	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	流动资产合计 / 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年内到期的长期借款
	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。