



信用等级通知书

信评委函字[2015] 013号

际华集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“际华集团股份有限公司2015年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；本期债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一五年三月十二日

际华集团股份有限公司 2015 年公司债券信用评级报告¹

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	际华集团股份有限公司
申请规模	不超过人民币 45 亿元（含 45 亿元）
债券期限	不超过 10 年（含 10 年），可以为单一年限品种或数个不同期限的混合品种，具体期限和各种规模根据发行时市场情况确定。
发行利率	本次债券为固定利率债券，各品种票面利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。本次债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息。

概况数据

际华集团	2012	2013	2014
所有者权益（亿元）	102.51	112.05	122.22
总资产（亿元）	168.80	186.91	207.54
总债务（亿元）	9.87	17.75	25.65
营业收入（亿元）	264.86	267.18	222.41
营业毛利率（%）	7.62	8.18	9.15
EBITDA（亿元）	14.99	17.51	19.33
所有者权益收益率（%）	8.11	8.48	9.26
资产负债率（%）	39.27	40.05	41.11
总债务/EBITDA（X）	0.66	1.01	1.33
EBITDA 利息倍数（X）	13.87	12.18	12.81

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

龚天璇 tgong@ccxr.com.cn
 陈晓晓 yxchen@ccxr.com.cn
 王茂晨 mcwang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 4 月 29 日

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了际华集团股份有限公司（以下简称“际华集团”或“公司”）在军需轻工制造领域的领先地位和稳定的客户基础，以及产品结构和产能规模、技术创新、财务实力等方面的优势；同时，中诚信证评关注到市场竞争日益激烈、资本性支出增加等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。基于对公司外部环境和内部运营实力的综合考虑，中诚信证评评定际华集团主体信用级别为 AAA，评级展望稳定。

中诚信证评评定“际华集团股份有限公司 2015 年公司债券”的信用级别为 AAA，该级别反映了本次债券的信用质量极高，信用风险极低。

正面

- 行业地位领先，客户基础稳定。公司是国内最大的军需轻工生产制造企业之一，是国内最大的职业装、职业鞋靴研发生产基地之一，长期为全军部队提供军需品研发生产服务，占有我国军队军需被装产品 70% 的市场份额，拥有稳定的客户基础。
- 规模优势明显，产品结构不断优化。公司是国内生产能力最强的军需品主要供应商，拥有年产 6,000 万套职业装和各类职业鞋靴 1.5 亿双的生产能力。随着产品结构的调整，公司已形成职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋、纺织印染、防护装具等业务板块，并积极开拓第三产业，产品结构调整不断深入。
- 研发实力强大，产品技术领先。公司积极推进科技创新体系建设，建立了研究总院、专业研究院、研究室三级研发管理体系，并取得了大量的研发成果。目前，公司拥有 2 个国家级企业技术中心、1 个国家级博士后科

¹ 2015 年 3 月 12 日，中诚信证评出具了信评委函字【2015】013 号文的“际华集团股份有限公司 2015 年公司债券信用等级通知书”。根据际华集团 2014 年度审计报告及相关业务数据，中诚信证评对评级报告进行了相应更新。同时，中诚信证评对际华集团信用状况进行了持续跟踪，未发现影响信用级别的重大因素，因而维持原有级别，并将报告日期更新至 2015 年 4 月 29 日。

研工作站、1 个国家级工业设计中心、20 个省级企业技术中心。

- 财务杠杆水平较低，财务政策稳健。截至 2014 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 41.11% 和 17.35%，具有很强的财务弹性；同时，公司较大的收入规模和良好的获现能力亦为公司债务本息偿还提供了有力保障，公司具有极强的偿债能力。

关 注

- 日益激烈的市场竞争。公司所从事的纺织印染、职业装、皮革皮鞋等民品业务面临着日趋激烈的行业竞争，或将对其产品技术及盈利空间的保持提出更高要求。
- 资本性支出将增加。公司未来将加快产业调整步伐，并继续推动“出城入园”计划及“际华目的地中心（际华园）”项目的实施。随着项目建设的推进，公司资本性支出将有所增加。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

概 况

发债主体概况

际华集团股份有限公司（以下简称“际华集团”或“公司”）前身为成立于2006年8月4日的际华轻工有限责任公司。2009年6月24日，经国务院国资委《关于设立际华集团股份有限公司的批复》（国资改革【2009】444号）批准，新兴铸管集团有限公司（于2010年12月更名为新兴际华集团有限公司，以下简称“新兴际华集团”）联合新兴铸管置业（投资）发展有限公司（于2011年9月更名为新兴发展集团有限公司，以下简称“新兴发展集团”）作为发起人，对际华轻工有限责任公司实施整体改制，并变更设立际华集团股份有限公司；公司总股本为270,000万股，其中新兴际华集团持有267,300万股，占公司总股本的99%；新兴发展集团持有2,700万股，占公司总股本的1%。经中国证券监督管理委员会证监许可【2010】884号文核准，公司于2010年8月4日在上海证券交易所上市（股票代码：601718），向社会公开发行人民币普通股（A股）115,700万股。截至2014年9月30日，公司注册资本38.57亿元，其中，新兴际华集团直接持有公司66.33%的股份，并通过其全资子公司新兴发展集团控制公司0.67%的股份，合并控制公司67.00%的股份，为公司控股股东。新兴际华集团是受国务院国有资产监督管理委员会直接监管的中央企业。

公司是我国最大的军需轻工生产制造企业之一，已形成职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋、纺织印染、防护装具等业务板块，具有年产6,000万套职业装和各类职业鞋靴1.5亿双的生产能力，客户主要为军队、武警部队、国家统一着装部门和民政部等单位。

截至2014年12月31日，公司资产总计207.54亿元，所有者权益合计（包含少数股东权益）122.22亿元，合并报表资产负债率41.11%。2014年公司实现营业收入222.41亿元，净利润11.32亿元，经营活动现金流为3.74亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	际华集团股份有限公司 2015 年公司债券
发行总额	不超过人民币 45 亿元
债券期限	不超过 10 年（含 10 年），可以为单一期限品种或数个不同期限的混合品种，具体期限和各种规模根据发行时市场情况确定。
债券利率	本次债券为固定利率债券，各品种票面利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。本次债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息。
募集资金用途	本次债券募集资金拟用于偿还公司债务，补充公司流动资金，优化公司债务结构。

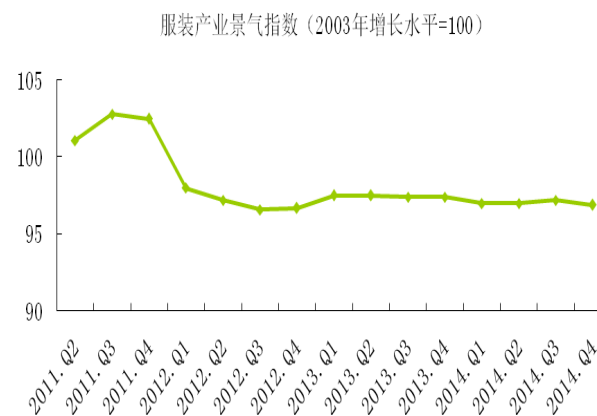
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

职业装行业

服装行业是典型的劳动密集型行业，2001 年中国加入 WTO 后，得益于劳动力成本方面的显著优势，中国服装工业迅速发展，承接了欧、美、日、韩等多个服装工业发达国家的产业转移，已发展成为世界上最大的服装生产和出口国，在全球产业布局中占据重要地位。经过 2012 年的行业低谷之后，2013 年和 2014 年我国服装行业景气指数相对平稳。根据中国经济网的统计数据显示，2014 年四季度，中经服装产业景气指数为 96.9，较上一季度略降 0.2，产业运行呈平稳态势；2014 年 1~12 月我国服装行业累计实现收入 20,618.4 亿元，同比增长 8.89%。

图 1：2011~2014 年服装产业景气指数



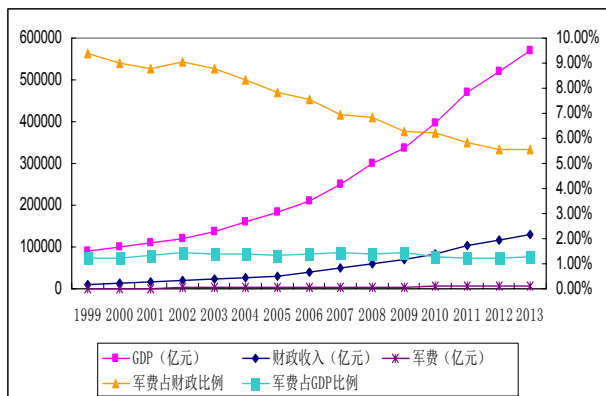
数据来源：中国经济网，中诚信证评整理

职业装是服装行业的子行业。职业装是指由特定的社会组织根据一定的目的、特定的形态和着装要求所使用的，配以必要装饰、具备功能性特色的服装。为体现特定的行业特点，职业装的设计往往有别于其他行业的着装。相对于整个服装行业，职业装由于其需求稳定、与上游原材料供应商及下游客户保持长期的合作关系等特点而呈现弱周期性。

根据穿着对象的不同，职业装一般可分为职业制服、职业工装和职业时装三大类，其中，职业制服通常用于军队、武警、国家统一着装部门（包括公安、工商、税务、司法、法院、检察院、海关等）、商业性机构（铁路、邮政、航空、航运、银行等）、公用事业与非营利性机构（学校、医院、体育等）等行业；职业工装主要用于对着装的功能性要求较高的工厂一线生产工人、户外作业人员及特殊环境工作者，具有防静电、抗紫外线、防化学腐蚀、耐高温等防护作用；职业时装主要为商业活动和商业行为中的一种服饰，兼具职业装与时装特点。

1999年以来，我国军费支出逐年增加，每年保持12~20%的增幅。从1999年至2013年，我国军费从1,076亿元增至7,201亿元，增长速度较快。作为军队、武警部队定制的军警职业制服，中国军警职业制服根据供应标准每2~3年更换一次，市场需求稳定。就定价机制而言，军品采购定价过程非常严格，价格由总后审计署、财务部及军需物资油料部三者共同决定，通常采用成本加成法，根据材料和工艺的复杂程度定价。

图 2：1999~2013 年我国财政收支和军费概况



数据来源：国家统计局，中诚信证评整理

军警职业制服以外的职业制服市场潜力较大，其中，仅经国务院批准的国家统一着装部门共有着装人员 500 余万人，一次换装需要开支服装费约 50

亿元。同时，银行、邮政、航空、铁路等商业性机构和学校、医院、体育等公共事业及非营利性机构等也具有较大的职业制服市场需求。职业工装方面，中国是世界上职工人数最多的国家，职业工装年需求量超过 2,000 万套，换装的平均时间为 1~2 年，职业工装市场潜力巨大。

行业竞争方面，目前我国职业装生产企业众多，市场竞争激烈，但根据目标客户的不同，进入壁垒存在差异。一般行业对职业装的品质、功能、材料等要求较低，进入壁垒较低，市场竞争较为激烈。但重点行业的职业服装市场由于对产品品质、功能、工艺及技术要求较高，存在较高的进入壁垒，中小企业进入难度较大。军警职业制服及具有特殊防护功能的职业工装市场进入壁垒则较高，且利润率通常高于普通职业装。

总体而言，我国职业装市场潜力巨大，未来发展空间广阔，但由于军警职业制服和国家统一着装行业已开始采用招标采购模式，未来市场竞争将有所加剧。

职业鞋靴行业

职业鞋靴是指由组织根据一定目的、特定形态及着装要求所使用的，具备功能性特色的鞋靴，主要包括军用作训鞋，种植业、养殖业、建筑业等普通劳动用胶鞋以及防护功能性胶鞋。目前我国军用作训鞋的年均市场需求约 1,000 万双，普通劳动用胶鞋的年均需求约 6 亿双，防护功能性胶鞋年需求量约 9,600 万双。

我国是世界上最大的胶鞋生产国和输出国，2013 年受天然橡胶和合成胶价格持续低位运行的影响，胶鞋企业有所受益，但人工成本的提高和国内国外订单的减少，加大了企业经营压力。根据中国橡胶工业协会胶鞋分会统计数据显示，2013 年我国胶鞋工业总产值 52.97 亿元，同比增长 4.73%；全年产品产量 3.49 亿双，同比增长 8.97%，其中出口量 3,021.56 万双，同比下降 0.50%，出口交货值 7.45 亿元，同比减少 0.08%；全年实现利润总额 2.62 亿元，同比增长 31.14%。

行业竞争方面，目前我国胶鞋企业数量众多，且以中小企业为主，主要分布于浙江、福建、广东

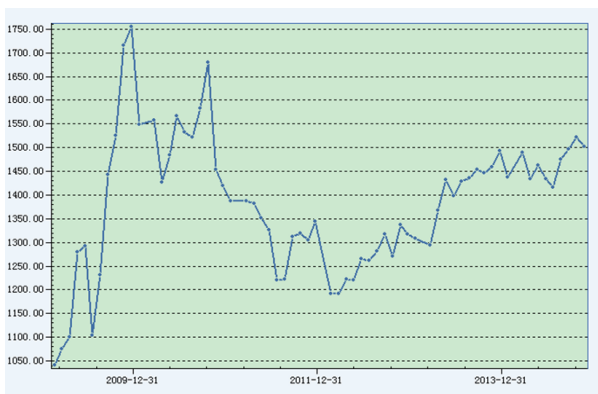
四川、贵州等省市。不同产品的进入壁垒和竞争程度存在差异，其中，普通劳动胶鞋市场进入壁垒较低，行业竞争充分，利润率较低；军用作训鞋产品由于在功能、质量等方面要求较严格，进入壁垒较高，产品价格和利润率高于普通劳动胶鞋；防护功能性胶鞋行业准入门槛较高，利润率亦高于普通劳动胶鞋。

总体而言，我国胶鞋行业市场规模较大，但行业竞争较为激烈，加剧了企业的经营压力。

纺织行业

纺织行业是国民经济支柱产业之一，2014年在成本上升、需求低迷等多重挑战下，纺织行业运行基本平稳，行业增速有所回落。根据国家统计局和海关统计数据显示，2014年我国纺织行业规模以上企业增加值同比增长7.0%，增速同比降低1.3个百分点；行业全年主营业务收入和利润总额分别同比增加6.8%和6.5%。2014年，全社会纺织品服装出口总额约3,000亿美元，同比增长5.2%，增速同比回落6.2个百分点。

图3：2009~2014年中国柯桥纺织景气指数



数据来源：聚源终端，中诚信证评整理

产业政策方面，2009年2月，国务院常务会议审议并原则通过了《纺织工业振兴规划》，规划提出要统筹国际国内2个市场，积极扩大消费；加强技术改造和自主品牌建设，重点支持纺纱织造、印染、化纤等行业技术进步；加快淘汰落后产能，制定和完善准入条件，淘汰能耗高、污染重等落后生产工艺和设备；优化区域布局，推动和引导纺织服装加工企业向中西部后转移；加大财税金融支持，提高纺织品服装出口退税率。十二五规划明确指出纺织行业在“十二五”期间的发展方向为进一步优

化产业结构，提升企业创新能力，创建品牌价值，加强节能减排和资源循环利用能力。

行业竞争方面，纺织行业技术、资金等进入壁垒较低，产品科技含量不高，企业数量众多，整体产能过剩，市场竞争激烈，行业利润空间较小。

总体而言，我国纺织行业市场竞争激烈，未来随着纺织行业落后产能的淘汰，纺织行业将进入新一轮洗牌周期。随着行业洗牌的加剧，具有技术、品牌和规模优势的企业将在竞争中处于有利地位。

装具行业

装具行业在军事、反恐及救灾中具有重要地位，是技术密集型和劳动密集型结合的产业，随着我国军队后勤保障现代化建设逐步加快，我国装具行业呈现整体平稳增长的态势。与发达国家相比，我国装具行业在技术水平上仍存在较大差距，防护能力不足，集成化程度不高。未来随着生产技术的进步和市场需求的增加，防护装具行业发展空间较大。

装具行业包括防护装具、野营装具、军械装具、特种专用车等诸多领域，其中，防护装具主要包括人身防护装具，如防弹衣、防弹背心、防弹头盔等防护器材，销售对象主要为军队、武警部队和公安系统等，近年来我国国防预算稳步增长，带动了防护装具行业的持续发展。野营装具主要包含各类帐篷及其他野营宿营装备，军需品方面，随着产品的升级换代，军用野营装具市场需求持续扩大；民品方面，随着居民收入水平和消费能力的提高，民用野营装具的市场呈扩张趋势。军械装具主要为携行具（背具）、手枪套及各种轻武器背具和作战车体防护衣等，我国军需产品市场需求稳定，随着技术的更新换代，市场发展空间较大。专用车一般指为承担专门运输任务或专项作业任务，装置了专用设备或经过特殊改装的汽车，属于改装汽车的一种；专用车广泛服务于工程建设、油田、矿山、公安、消防及国防建设等多个领域。

行业竞争方面，装具产品种类繁多，而每家企业经营品种有限，因此各细分产品市场较为零散。其中，防护装具、军械装具由于军队等客户要求较高而存在较高的进入门槛；野营装具行业中，民用

野营装具技术要求较低，行业门槛不高，而军用野营装具由于技术含量较高，竞争则相对缓和；专用车对技术要求较高，进入难度较大，市场集中度亦相对较高。

总体而言，随着市场需求的增长，我国装具行业将保持平稳发展，拥有较高技术优势的企业将在竞争中处于有利地位。

皮革皮鞋行业

皮革行业涵盖制革、皮革制鞋、皮革服装及其他制品等子行业，是传统的资本密集型产业，对资金、技术、原材料的要求均较高。皮鞋行业是皮革的下游产业，按照产品用途，皮鞋可分为男女常服皮鞋、皮棉鞋等普通民用皮鞋，军警用皮鞋以及具有防水、防油、防腐蚀等功能的功能性皮鞋。2014年我国皮革皮鞋行业发展基本平稳，皮革大行业共实现销售收入12,750.5亿元，同比增长9.1%；其中，皮鞋制造子行业收入占比为35%，皮革服装制造子行业收入占比为6.04%。

行业竞争方面，皮革皮鞋行业进入壁垒较低，鞋革企业数量众多，市场竞争较充分。其中大型企业注重在产品品牌、营销网络及独立开发设计能力方面的竞争，而中小企业主要进行同质低价竞争。就国际竞争而言，与国外先进皮革皮鞋制造企业相比，我国民用产品制造企业现有的生产技术相对简单，在新材料的应用、新功能的开发、新款式的设计及新技术的应用等方面的投入力度相对较弱。但就军用皮鞋而言，我国的生产技术已达世界先进水平，能为军队客户提供全面、有效的作战防护。

总体而言，我国皮革皮鞋行业发展基本平稳，但受准入门槛低等因素影响，市场竞争较为激烈。

行业关注

公司生产成本中，橡胶、棉花、坯布、纱线等直接材料占比较高，原材料价格的波动对其经营具有一定影响。从图4、图5可以看出，以橡胶、棉花为代表的主要原材料价格年度波动幅度较大。目前橡胶和棉花等主要原材料价格多处于较低水平，但随着全球经济步入复苏轨道，预计未来主要原材料价格会有所恢复并传导至相关产品上，公司面临一定的成本控制压力。

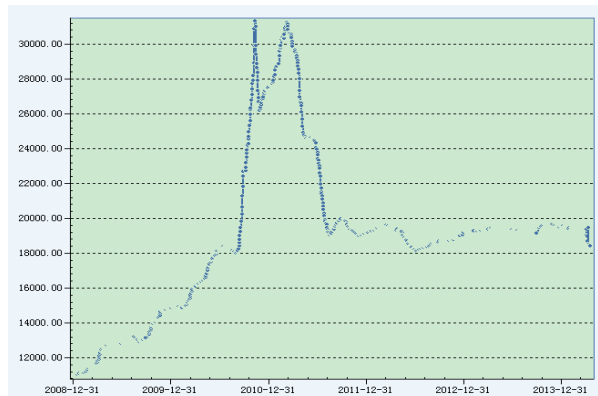
图4：2009年~2014年6月橡胶连续收盘价

单位：元/吨



数据来源：聚源终端，中诚信证评整理

图5：2009年~2014年4月中国棉花价格指数



数据来源：聚源终端，中诚信证评整理

竞争优势

领先的行业地位和稳定的客户基础

公司是国内最大的军队、武警部队军需保障基地，是最大的职业装、职业鞋靴研发生产基地之一，在国内防护装具市场占据领先地位。公司是中国历史悠久的军需轻工产品生产制造企业，在多年发展中逐渐积累了稳定的客户资源，长期承担军队、武警、公安、工商、税务、民航、安全、司法、法院、检察院、铁路等行业职业装、职业鞋靴产品的生产及研发任务，并为客户提供全过程、系统化、集成化服务。

公司是国内主要的全系列军需产品供应商，承担中国军队70%左右的军需被装产品生产任务，并长期为全军部队提供军需品研发生产服务，在军队服装市场上公司占有约70%的市场份额，在职业鞋靴市场占有率约1/3，在防护装具方面，公司是国内最早的防弹头盔、防弹衣生产企业之一，具有全系列军用帐篷生产能力。

显著的规模优势和不断优化的产品结构

公司是国内最大的军需品主要供应商，拥有年产6,000万套职业装和各类职业鞋靴1.5亿双的生产能力，具有明显的规模优势。

产品结构方面，公司经过多年发展，已形成了包含职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋、纺织印染、防护装具的完整军需产品组合，建立了完整的军需品生产线。同时，公司利用军需品研发、技术创新等方面的优势，积极拓展民品市场，形成军需品、民品平衡发展的业务格局。此外，公司积极拓展第三产业，推进以“JH 1912”品牌为核心的高端零售连锁服务以及商贸物流业务，启动“际华目的地中心（际华园）”项目的建设。“际华目的地中心（际华园）”主要包括奥特莱斯购物中心、室内休闲运动中心、特色餐饮服务及配套服务设施，致力于为消费者提供时尚运动娱乐、国际市场品牌购物、旅游度假休闲、特色餐饮为一体的消费体验，公司已在长春、重庆启动“际华目的地中心（际华园）”项目的建设。

强大的研发实力和不断深入的科技创新

公司是国内成立最早的军需品生产企业，十分注重技术的自主研发和自我积累。公司积极推进“产、学、研”一体化科技创新体系建设，建立了研究总院、专业研究院、研究室三级研发管理体系，并取得了大量的研发成果。公司拥有2个国家级企业技术中心、1个国家级博士后科研工作站、1个国家级工业设计中心、20个省级企业技术中心、6个省级工程技术研究中心、2家省级工业设计中心及1个省级重点实验室。

依托于完整的科技创新体系和持续、有效的研发投入，公司取得了较为丰富的研发成果，积累了一批专有技术和专利。公司先后承担国家863计划2项、国家火炬计划3项、国家重点新产品计划2项，完成了“神十”飞船航天员出征靴及发射基地地面工作人员防护服的研制生产任务。2014年，公司参加了《服装测量标准方法》等6项国家标准、22项行业标准及地方标准的制定。截至2014年末，公司已累计获得有效专利1,231项，其中发明专利153项。

业务运营

公司业务包括职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋、纺织印染、防护装具五大板块，2012~2014年，公司营业收入分别为264.86亿元、267.18亿元和222.41亿元，其中主营业务收入分别为256.66亿元、264.27亿元和219.97亿元。收入构成方面，2014年职业装、职业鞋靴、纺织印染、防护装具、皮革皮鞋主营业务收入分别为38.56亿元、31.95亿元、24.94亿元、20.95亿元和19.95亿元；此外，公司当年贸易及其他业务收入为91.48亿元。

表 2：2012~2014 年公司主营业务收入分类

单位：亿元			
收入	2012	2013	2014
职业装	43.01	48.03	38.56
职业鞋靴	21.44	41.61	31.95
纺织印染	44.55	36.18	24.94
防护装具	17.08	15.72	20.95
皮革皮鞋	24.89	14.05	19.95
贸易及其他	118.06	118.44	91.48
内部抵消数	12.37	9.76	7.86
合计	256.66	264.27	219.97

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

职业装是公司的重要业务板块，所涉及的产品主要为军警制服和国家统一着装部门的行业制服两大类，以中高档产品为主。公司是军队和武警部队军需被装产品的生产保障基地，占有军队军需被装产品70%左右的市场份额，同时也是政府统一着装单位和职业着装单位的主要供应商，为公安、司法、工商、税务、铁路等行业提供制式服装。公司拥有10家服装板块子公司，共180条职业装生产线，具有6,000万套职业装的生产能力。公司建立了军警职业制服业务服务中心，为客户提供量身定制、服装洗整等专业化服务，提升了公司的市场竞争力。2013年，得益于市场需求的增加，公司职业装业务收入增长较快。2014年，受需求减缓等因素影响，职业装产销量同比减少，该板块收入规模有所压缩，但整体而言，公司职业装业务收入总额仍较高。2012~2014年，公司职业装业务分别实现主营业务收入43.01亿元、48.03亿元、38.56亿元。

表 3：2012~2014 年职业装板块主要产品产销情况

单位：万件套

产品	项目	2012	2013	2014
职业装	产能	6,000	6,000	6,000
	产量	5,222	5,023	4,921
	销量	5,354	5,062	4,953

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

职业鞋靴主要包含军用鞋靴类产品、民用鞋靴类产品、防护功能性鞋靴类产品及其他橡胶制品，该业务板块细分产品众多。截至2014年末，公司拥有4家鞋靴板块子公司，共74条职业鞋靴生产线，具有年产各类鞋靴1.5亿双的生产能力。与此同时，公司近年来通过收购外部企业延伸了职业鞋靴的产业链条，其中2013年取得了国荣（清远）橡胶工业有限公司和国荣（常宁）橡胶工业有限公司的控制权，被收购企业主要从事天然橡胶加工业务。随着产品结构的调整及产业链的延伸，2013年公司职业鞋靴板块实现快速增长。2014年受市场需求增速减缓的影响，公司职业鞋靴收入有所减少。2012~2014年，该业务板块主营业务收入分别为21.44亿元、41.61亿元、31.95亿元。

公司纺织印染业务主要经营产品为棉纺织类产品及印染类产品等纺织行业上游产品，包括服装及家纺高档面料、功能性军需品毛巾、针织布及针织服饰和军用迷彩色布等，其中部分产品为公司职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋、防护装具等其他业务板块提供原材料保障，因此该业务板块在公司产业链布局中起着关键作用。公司具有年产坯布1.2亿米、纱线2.2万吨、印花布5,000万米及染色布1.1亿米的生产能力，其中特宽幅高支高密家纺坯布3,600万平方米，年生产印染色布1.6亿米，防水、阻燃、防红外线、抗撕裂等功能性印染色布和军用迷彩色布染色技术为国内一流水平。纺织印染业务具有较为明显的周期性，受宏观经济形势和行业整体影响，相关产品的销量和销售均价呈现一定的年度差异，相应影响其主营业务收入。2012~2014年纺织印染业务板块分别实现主营业务收入44.55亿元、36.18亿元、24.94亿元。

表 4：2012~2014 年纺织印染板块主要产品产销情况

单位：吨、万米、万米、万套件

产品	项目	2012	2013	2014
纱线	产能	20,000	22,000	22,000
	产量	18,904	20,754	21,200
	销量	19,264	21,083	16,866
染色布	产能	11,000	11,000	11,000
	产量	5,518	5,200	5,303
	销量	5,567	5,321	4,044
印花布	产能	5,000	5,000	5,000
	产量	2,535	2,670	2,780
	销量	2,625	2,769	2,160
针织产品	产能	1,600	1,600	1,600
	产量	1,358	1,456	1,498
	销量	1,400	1,499	1,229

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

防护装具主要包含防护及军需装具、野营装具、军械装具、专用改装车和环保产品等，细分产品较多，包括防弹衣、防弹头盔、防刺服、防弹盾牌、防爆罐、高性能防弹材料、宿营帐篷、指挥帐篷、炊事帐篷、枪衣、炮衣、手枪套、各种轻武器和导弹背具、军用后勤方舱系列改装车、智能化炊事车、洗涤车、防弹运钞车、防爆指挥车、无纺滤材等。公司具有较高的研发及设计水平，是军队、武警部队、公安系统和银行系统等客户防护装具的核心供应商。2012~2014年防护装具业务板块分别实现主营业务收入17.08亿元、15.72亿元、20.95亿元，其中2013年受行业整体影响，防护装具产品销售价格及总订单量有所下滑，因此当期收入有所减少。

表 5：2012~2014 年防护装具板块主要产品产销情况

单位：顶、万米、辆

产品	项目	2012	2013	2014
帐篷	产能	50,000	50,000	50,000
	产量	23,687	26,246	28,140
	销量	23,988	26,250	28,200
无纺滤材	产能	300	300	400
	产量	227	246	275
	销量	237	252	280
改装车	产能	1,000	2,000	2,000
	产量	718	694	960
	销量	709	693	969

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

皮革皮鞋板块主要经营产品为制革、皮衣及皮鞋三大类，其中，制革产品主要用以满足公司皮衣及皮鞋产品的原材料需求，皮衣及皮鞋产品主要为军队皮制服装及军队皮鞋产品。作为最早的军需轻工制品生产企业，公司在军警部队市场中占有较高份额。公司是主要参与宇航项目的制鞋企业，成功研制了“神五”、“神六”、“神七”飞船航天员出行靴、出征靴、太空出仓靴、礼仪皮靴等宇航靴系列产品，并圆满完成“神十”飞船航天员出征靴、交会对接靴及发射基地地面工作人员防护服的研制生产任务。截至2014年末，公司拥有26条生产线，在军需品的市场占有率超过70%。2012~2014年皮革皮鞋业务板块分别实现主营业务收入24.89亿元、14.05亿元、19.95亿元，其中2013年受军品市场订单减少等因素影响，皮革皮鞋产品销售量下滑，收入同比降低。

此外，公司亦从事原料药生产、白坯布生产、棉花生产、橡胶加工、鞋面布贸易、国际服装贸易、轻工材料及轻工产品的国内贸易等业务，该部分业务2012~2014年主营业务收入分别为118.06亿元、118.44亿元、91.48亿元。

销售区域方面，公司产品主要供应我国的军队、武警部队、统一着装部门，大部分销售收入来源于国内，近三年国内销售在主营业务收入中占比均超过96%。2014年主营业务收入中，国内和国外占比分别为96.01%和3.99%。公司在巩固国内军需品市场的同时，也先后并购重组了多家具有领先纺织技术及橡胶加工技术的国际企业，掌握世界先进的生产技术，提升自身的工艺水平，并借并购和重组进入欧洲市场，提高国际知名度和竞争力。此外，公司利用拥有军需品出口资质的优势，积极开拓军需品外贸市场，已与多个国家建立了业务合作关系。

表 6：2012~2014 年公司主营业务收入分地区情况

单位：亿元

区域	2012	2013	2014
国内	248.87	255.01	211.20
国外	7.79	9.26	8.77
合计	256.66	264.27	219.97

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

经过多年的发展和积累，公司已成为国内最大的军需轻工生产企业之一，与军队、武警部队及银行、工商、税务、法院等统一着装部门建立了良好的合作关系。由于客户对产品的质量、交货及时性、生产工艺等要求较为严格，因此行业存在着一定的进入壁垒。整体而言，依托于公司的规模、技术、产品质量优势及良好的客户关系，公司可获得稳定的订单，并保持其市场份额。

按产品来看，随着民品市场的开拓，公司2012~2014年民品销售收入占比逐年提高，近三年分别为35.56%、38.55%和40.23%，而军品收入占比则有所降低。2012~2014年军品主营业务收入分别为59.69亿元、53.73亿元和47.85亿元，民品主营业务收入分别为91.28亿元、101.87亿元和88.50亿元。就利润贡献情况而言，军品的毛利率高于民品，同时随着公司管理制度的创新和成本控制力度的加强，公司降本增效取得明显效果，其综合毛利率呈现逐年上升的态势，2012~2014年公司营业毛利率分别为7.62%、8.18%和9.15%。

表 7：2012~2014 年公司主营业务收入分产品情况

单位：亿元、%

	2012		2013		2014	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
军品	59.69	18.23	53.73	23.12	47.85	20.05
民品	91.28	8.36	101.87	7.31	88.50	9.31
贸易及其他	118.06	0.69	118.44	0.91	91.48	2.01
内部抵消数	12.37	-	9.76	-	7.86	-
合计	256.66	-	264.27	-	219.97	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司通过协议采购、邀标采购、单一来源采购等方式获得军品市场订单。民品市场中，主要实施以销定产的订单式生产模式。总体看，公司主要实施以销定产的经营模式，客户通常按月或季度确定实际订单需求，公司根据客户订单组织生产，在生产过程中建立了统一的生产指挥系统进行组织、计划和控制，以保证产品质量符合客户要求。公司产品生产完毕即运往下游客户，产成品库存控制合理。

采购方面，公司原材料主要为橡胶、棉花、坯布、涤纶、纱线等，公司实行集中采购和分散采购

相结合的模式。对于通用性强、单位价值高、用量大、规格统一的大宗原材料和设备进行集中采购，发挥采购协同作用以增强议价能力，达到降低成本的目的。对于通用性弱、用量较小、单位价值较低的原材料，则由各生产企业按照比值比价方式自行购买。此外，为确保产品质量和控制生产成本，公司从质量、价格、交货期、履约、服务、资信等方面对供应商进行综合评定后选择供应商，并每年及时更新供应商信息。

总体而言，作为国内最大的军需轻工产品制造企业之一，公司在规模、质量、技术等方面具有显著的竞争优势，已形成了较为稳定的业务格局，并积累了较稳定的客户基础，业务发展态势良好。不过中诚信证评也注意到公司橡胶、棉花等主要原材料受国际国内市场环境影响较大，加之近年来人力成本上涨趋势明显，随着行业竞争压力的增加，公司的成本控制能力或将面临一定的压力。

战略发展

公司将围绕主业，实现对上下游的延伸，同时继续落实“强二进三”的发展战略。公司将通过高新技术改造传统产业，实现经营的智能化、专业化、规模化及信息化，促进传统产业的升级，致力于打造全球最强最大的军需品、职业装、职业鞋靴研发生产基地。同时，公司将稳步实施国际化经营战略，开展产业链上下游的并购重组，促进公司市场竞争力的提升。在稳步发展传统产业的同时，公司将从传统产业向零售渠道延伸，打造“JH 1912”高端连锁零售品牌，提升公司的品牌价值。此外，公司将积极开拓第三产业，稳步推进“际华目的地中心（际华园）”项目的建设开发。

从公司未来资本支出计划来看，公司今后将继续实施出城入园计划，逐步将现有老厂区迁至新厂区。此外，“际华目的地中心（际华园）”项目中，长春项目一期总投资预计为15.86亿元，重庆项目一期总投资预计13.51亿元，今后随着“际华目的地中心（际华园）”的陆续开发及出城入园计划的推进，公司的资本支出将有所增加。

管理

治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等相关法律、法规的规定，不断推进内控体系建设，完善公司法人治理结构，以保证其在治理结构、独立性要求、信息披露规范等方面符合证监会有关上市公司治理的规范性文件要求。

公司董事会下设战略、提名、薪酬与考核、审计与风险管理、科技创新五个下属委员会和董事会办公室，制订并不断完善了各项管理办法、议事规则、制订《董事会议事规则》、《董事会战略委员会议事规则》、《董事会提名委员会议事规则》、《董事会薪酬与考核委员会议事规则》、《董事会审计与风险管理委员会议事规则》、《董事会科技创新委员会议事规则》、《总经理工作规则》、《独立董事工作制度》、《董事会秘书工作规则》等规章制度，从机制上确保董事会决策能够更加科学、合理和完整透明，公司法人治理结构不断完善。

内部管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《企业内部控制基本规范》、《企业内部控制应用指引》、《企业内部控制评价指导》等法律法规的相关规定，建立了由董事会、审计与风险管理委员会、审计风险部及各相关专业职能部门构成的涵盖全业务的内部控制与风险管理组织体系。同时，公司成立了内控领导小组和内控项目小组，内控领导小组由公司董事长直接负责内部控制体系的建设，内控项目小组由总经理担任组长负责落实推进内控实施工作。

在财务管理方面，公司按照《中华人民共和国会计法》、《公司法》及《企业会计准则》的要求，建立了公司的财务管理制度，具体包括：《会计核算办法》、《财务管理规定》、《财务管理指引》、《财务报告内部控制制度》等，并在此基础上规范会计核算和财务管理工作，确保财务报表及相关说明恰当反映公司的财务状况、经营成果和现金流量情况。

在对各分、子公司的管理方面，公司实施集团管控模式，统一编制集团的整体发展规划，任命下

属企业的高层管理人员，建立了包含指标、责任、跟踪、评价、考核在内的预算管理体系，审批下属企业的投资项目，定期对下属企业进行财务审计以监测其经营情况，对下属企业的关键业务环节实施统一管理。

公司对内控制度的落实情况进行定期检查，以确保内控制度的有效实施。公司根据自身的业务特点，由审计风险部牵头各业务部门对各子公司的法人治理、经营、财务、人力资源、行政管理等方面运行进行日常检查监督。通过开展内部控制的持续监督和评价工作，公司制度体系建设不断完善，制度执行力度持续提升，内控管理水平得到提高。

公司通过推进“225管理体系”建设促进管理创新，通过建立两个中心（利润中心、成本中心）、两种机制（模拟法人运行机制、研产供运销快速联动机制）、五个体系（指标体系、责任体系、跟踪体系、评价体系、考核体系），实现对利润、成本指标的分解和控制，促进研发、生产、供应、销售、运输、资金的联动，控制成本费用和运营风险。

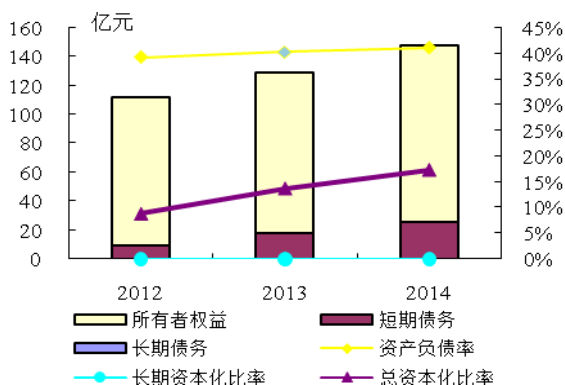
总体看，公司制定了较为健全和严格的管理体系，并根据经营情况推进管理制度的完善和管理体系的创新，整体运营效率高。

财务分析

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2012~2014年审计报告。所有数据均为合并报表口径。

资本结构

图 6：2012~2014 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

近年来随着公司业务规模持续增长，资产负债规模相应稳步增长。2012~2014 年末，公司资产总额分别为 168.80 亿元、187.06 亿元和 207.54 亿元，年均复合增长率为 10.88%。自有资本实力方面，由于公司每年均有一定的盈余积累，自有资本实力不断增强，2012~2014 年所有者权益分别为 102.51 亿元、111.52 亿元和 122.22 亿元，年均复合增长率为 9.19%。同时，为满足各项业务的资金需求，公司负债规模亦保持稳步增长。2012~2014 年公司负债总额为 66.29 亿元、75.53 亿元和 85.32 亿元，年均复合增长率达 13.45%。

资产构成方面，截至 2014 年末，公司资产以流动资产为主，其规模为 121.30 亿元，占总资产的比例为 58.45%，主要以货币资金和存货构成。其中，货币资金规模为 44.35 亿元，占总资产比例为 21.37%，主要为银行存款；存货规模为 36.17 亿元，占总资产比例为 17.43%，主要以原材料（占 17.06%）、在产品（占 15.43%）、库存商品（占 52.14%）构成。

非流动资产方面，2014 年年末公司非流动资产余额为 86.24 亿元，主要以固定资产和无形资产为主。其中，固定资产规模为 31.82 亿元，主要由机器设备（占 33.75%）和房屋及建筑物（占 62.79%）构成；无形资产规模为 30.23 亿元，主要为土地使用权。

负债方面，公司负债主要由短期借款、应付账款、应付票据和预收款项等短期负债构成。其中，2014 年末，短期借款规模为 20.85 亿元，主要系银行借款；应付账款规模为 20.68 亿元，预收款项规模为 7.05 亿元；应付票据规模为 4.78 亿元，主要系银行承兑汇票。

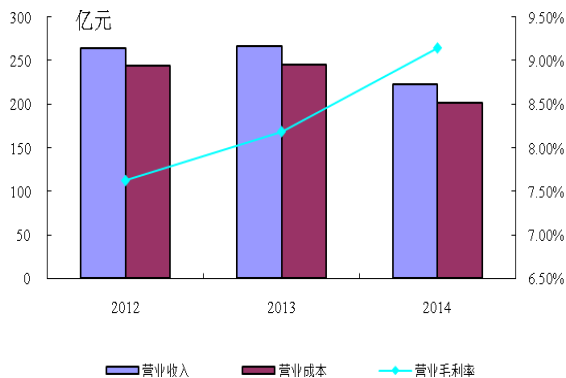
从债务规模来看，2012~2014 年公司总债务分别为 9.87 亿元、17.75 亿元和 18.74 亿元，同期公司资产负债率分别为 39.27%、40.38%和 41.11%；总资本化比率分别为 8.78%、13.73%和 17.35%，公司负债水平尚处于较低水平。债务期限结构方面，近年来公司主要以短期债务为主，长期债务规模很小。2012~2013 年末，公司长期债务仅 200 万元；2014 年末，公司无长期债务。

总体来看，随着公司各项业务的不断发展，其

整体资金需求有所增加，债务规模随之增长，但目前公司负债水平仍然较低，整体偿债压力较小。

盈利能力

图 7：2012~2014 年公司盈利能力分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2012~2014 年，公司分别实现营业收入 264.86 亿元、267.18 亿元和 222.41 亿元，从 2014 年公司收入构成来看，其主要以职业装、纺织印染、皮革皮鞋、职业鞋靴、防护装具和贸易为主。

毛利率方面，近年来公司主营业务毛利率水平稳步提高，2012~2014 年公司营业毛利率分别为 7.62%、8.18% 和 9.15%。从各业务板块来看，受下游行业市场需求和产品价格变动影响，公司各业务板块的毛利率呈现一定的年度波动。

表 8：2012~2014 年公司主营业务收入分板块毛利率

项目	2012	2013	2014
职业装	12.25	16.95	14.57
职业鞋靴	11.44	8.10	11.37
纺织印染	8.14	7.23	9.72
防护装具	21.11	19.24	13.38
皮革皮鞋	14.30	19.35	16.80
贸易及其他	0.69	0.91	2.01

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，2012~2014 年公司期间费用分别为 12.14 亿元、14.17 亿元和 16.15 亿元；期间费用占营业收入比重分别为 4.58%、5.30% 和 7.26%。

表 9：2012~2014 年公司三费分析

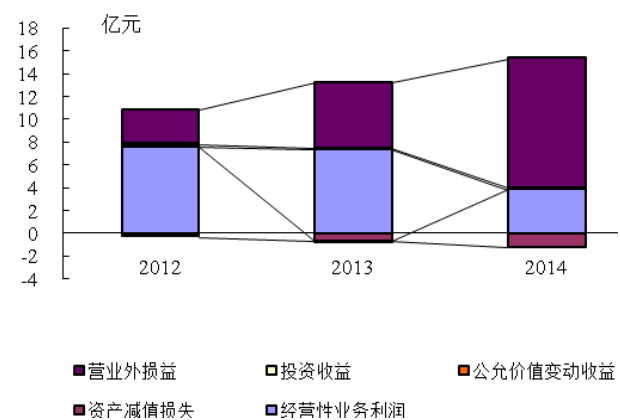
单位：亿元

项目	2012	2013	2014
销售费用	4.36	5.10	4.70
管理费用	7.55	8.45	10.27
财务费用	0.23	0.62	1.18
三费合计	12.14	14.17	16.15
营业收入	264.86	267.18	222.41
三费收入占比	4.58%	5.30%	7.26%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2012~2014 年公司分别实现利润总额 10.54 亿元、12.51 亿元和 14.10 亿元。从利润总额构成来看，经营性业务利润和以政府补助及非流动资产处置利得为主的营业外收入系公司利润总额主要组成部分。2012~2014 年经营性业务利润分别为 7.62 亿元、7.30 亿元和 3.83 亿元；营业外损益分别为 2.99 亿元、5.74 亿元和 11.35 亿元，主要来自部分子公司政策性处置资产。

图 8：2012~2014 年公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着公司各项业务的稳步发展，营收规模逐年上升，加之公司产品具有较高的市场认可度，整体毛利空间呈现稳中趋升的态势，公司盈利能力保持良好。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成，2012~2014 年分别为 14.99 亿元、17.51 亿元和 19.33 亿元。从 EBITDA 对债务的保障程度来看，2012~2014 年公司总债务/EBITDA 分别为 0.66 倍、1.01 倍和 1.33 倍，对债务的保障能力很强。

现金流方面，2012~2014 年公司经营性净现金

流分别为 3.33 亿元、12.04 亿元和 3.74 亿元，公司经营净现金/总债务分别为 0.34 倍、0.68 倍和 0.15 倍。公司营业收入逐年增长，盈利水平基本保持稳定，EBITDA 表现良好，对同期利息支出的保障能力较强，2012~2014 年 EBITDA 利息倍数分别为 13.87 倍、12.18 倍和 12.81 倍。

表 10：2012~2014 年公司主要偿债能力指标

单位：亿元

项目	2012	2013	2014
EBITDA (亿元)	14.99	17.51	19.33
经营活动净现金流(亿元)	3.33	12.04	3.74
短期债务(亿元)	9.85	17.73	25.65
长期债务(亿元)	0.02	0.02	0.00
总债务(亿元)	9.87	17.75	25.65
经营净现金流/总债务 (X)	0.34	0.68	0.15
总债务/ EBITDA (X)	0.66	1.01	1.33
EBITDA 利息倍数 (X)	13.87	12.18	12.81

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2014 年末，公司获得中信银行、民生银行等银行的信用额度合计为 61.73 亿元，未使用授信额度为 42.56 亿元，具备较充沛的备用流动性。

或有负债方面，截至 2014 年末，公司对外担保金额约 260 万元，担保规模较小，公司或有负债风险较低。

总体来看，公司收入规模和盈利能力呈现持续增长趋势，随着利润的积累，自有资本不断夯实，资产负债率保持较低水平，财务结构稳健。公司现阶段负债水平较低，在盈利及获现能力持续表现良好的情况下，具备了极强的偿债能力。

结 论

综上，中诚信证评评定际华集团股份有限公司主体信用级别为**AAA**，评级展望稳定，中诚信证评评定“际华集团股份有限公司2015年公司债券”的信用级别为**AAA**。

关于际华集团股份有限公司 2015年公司债券跟踪评级安排

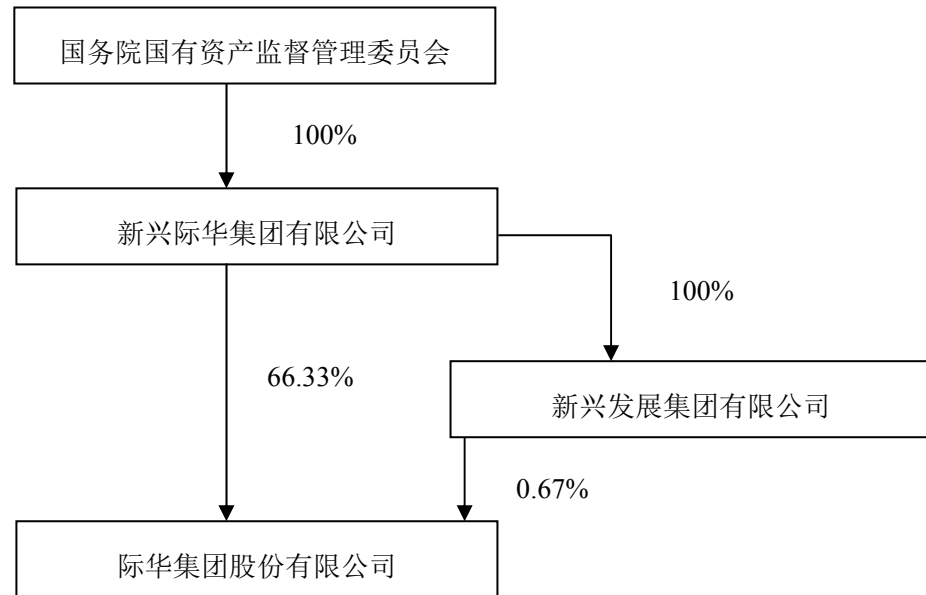
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用等级有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本次债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

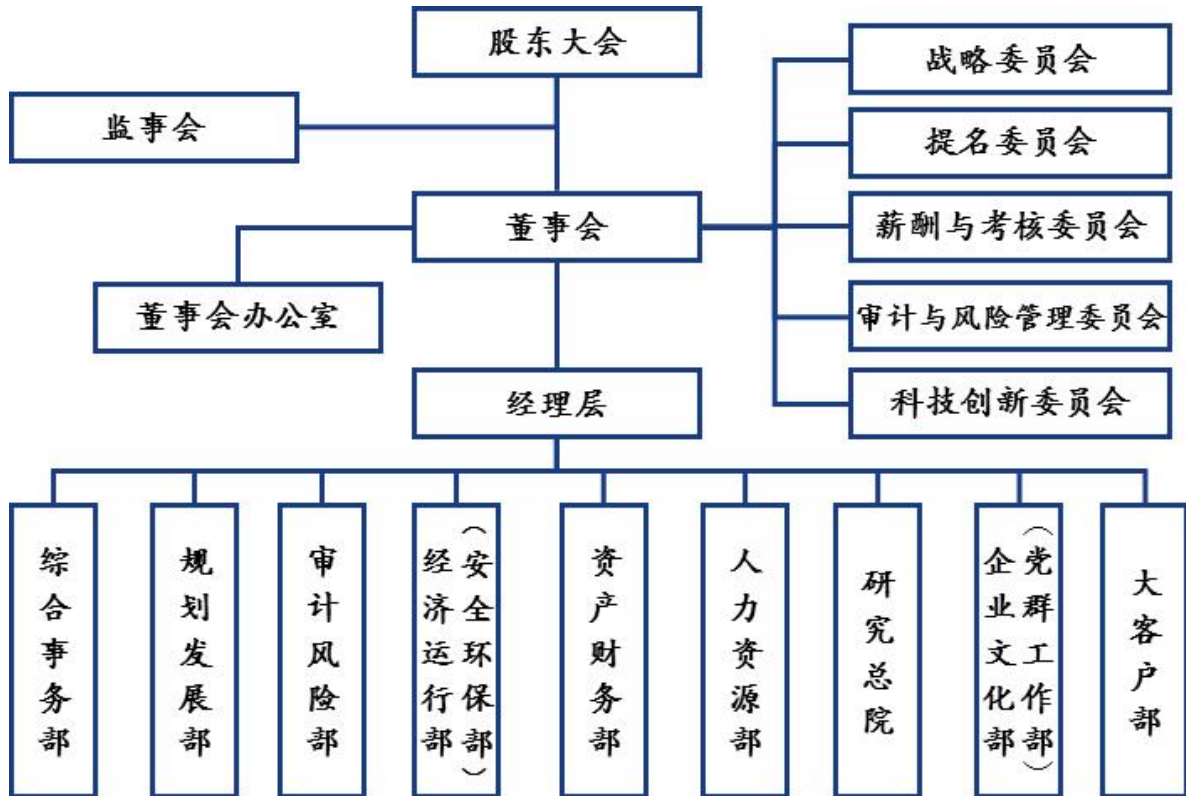
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。

附一：际华集团股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：际华集团股份有限公司组织结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：际华集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	453,941.05	440,012.69	443,467.39
应收账款净额	124,650.48	109,626.43	164,128.39
存货净额	320,110.84	315,442.14	361,709.10
流动资产	1,144,909.55	1,162,062.33	1,212,956.37
长期投资	12,694.99	11,406.19	15,869.05
固定资产合计	325,345.31	393,974.52	413,562.10
总资产	1,688,041.56	1,869,130.94	2,075,365.53
短期债务	98,477.99	177,261.14	256,511.96
长期债务	200.00	200.00	0.00
总债务(短期债务+长期债务)	98,677.99	177,461.14	256,511.96
总负债	662,943.24	748,603.67	853,208.45
所有者权益(含少数股东权益)	1,025,098.32	1,120,527.27	1,222,157.09
营业总收入	2,648,638.74	2,671,796.54	2,224,122.88
三费前利润	197,656.85	214,653.81	199,774.42
投资收益	2,243.35	1,320.79	1,668.44
净利润	83,126.50	94,588.02	113,174.70
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	149,931.47	175,084.40	193,333.61
经营活动产生现金净流量	33,294.72	120,439.16	37,439.22
投资活动产生现金净流量	20,660.95	-96,213.92	-3,527.02
筹资活动产生现金净流量	14,944.06	11,468.94	99,260.58
现金及现金等价物净增加额	68,904.26	35,654.07	132,777.02
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	7.62	8.18	9.15
所有者权益收益率(%)	8.11	8.48	9.26
EBITDA/营业总收入(%)	5.66	6.55	8.69
速动比率(X)	1.68	1.47	1.25
经营活动净现金/总债务(X)	0.34	0.68	0.15
经营活动净现金/短期债务(X)	0.34	0.68	0.15
经营活动净现金/利息支出(X)	1.11	8.38	4.10
EBITDA 利息倍数(X)	13.87	12.18	12.81
总债务/EBITDA(X)	0.66	1.01	1.33
资产负债率(%)	39.27	40.38	41.11
总债务/总资本(%)	8.78	13.73	17.35
长期资本化比率(%)	0.02	0.02	0.00

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。