



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪372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公司已发行的“际华集团股份有限公司2015年公司债券（第一期）”和“际华集团股份有限公司2015年公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持上述债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一七年六月二十二日

际华集团股份有限公司 2015 年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	际华集团股份有限公司		
发行年限	15 际华 01: 5 年期		
	15 际华 02: 7 年期		
	15 际华 03: 7 年期		
发行规模	15 际华 01: 15 亿元		
	15 际华 02: 10 亿元		
	15 际华 03: 20 亿元		
存续期限	15 际华 01: 2015/8/7-2020/8/7		
	15 际华 02: 2015/8/7-2022/8/7		
	15 际华 03: 2015/9/15-2022/9/15		
上次评级时间	2016/6/16		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

注：际华集团股份有限公司2015年公司债券（第一期）包含两个品种，债券代码分别为15际华01和15际华02；际华集团股份有限公司2015年公司债券（第二期）债券代码为15际华03。

概况数据

际华集团	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	122.22	130.82	141.53	144.32
总资产（亿元）	207.54	253.03	269.11	265.36
总负债（亿元）	85.32	122.21	127.58	121.05
总债务（亿元）	25.65	56.24	56.05	58.37
营业收入（亿元）	222.41	224.38	271.55	59.25
营业毛利率（%）	9.15	8.67	7.13	8.03
EBITDA（亿元）	19.33	22.41	22.77	-
所有者权益收益率（%）	9.26	8.62	8.51	7.83
营业外损益（亿元）	11.35	16.50	16.51	3.58
资产负债率（%）	41.11	48.30	47.41	45.62
总债务/EBITDA（X）	1.33	2.51	2.46	-
EBITDA 利息倍数（X）	12.81	11.42	9.03	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、公司2017年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2016年，际华集团股份有限公司（以下简称“际华集团”或“公司”）保持稳定经营态势，贸易业务大幅扩张推动主营业务收入规模进一步提升，同时得益于部分厂区退城入园土地收储收益和政府补助，净利润保持较高水平。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司经营业务利润较低、营业外收入不可持续以及未来资本支出压力等因素可能对公司业务发展及信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持发行主体际华集团主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，维持“际华集团股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）”和“际华集团股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）”信用等级为 AAA。

正面

- ▶ 行业地位领先。公司是我国最大的军需品研发和生产基地、最大的职业装研发和生产基地以及最大的职业鞋靴研发和生产基地，在军需品市场中的占有率约为 70%，在 14 个国家统一着装部门制服市场中的占有率约为 10%，行业地位领先。
- ▶ 综合竞争实力强。公司研发实力较强，产业链完善，生产和销售渠道布局广泛，在综合竞标法实施的背景下，公司军需品和民品订单承接均具备较强的竞争优势。
- ▶ 偿债能力极强。公司财务杠杆比率较低，债务期限结构合理，同时盈利能力保持较高水平，经营性现金流充足，2016 年末尚有 47.71 亿元授信额度未使用，备用流动性丰富，偿债能力极强。



分析师

郭世瑶 twinkle92@ccxr.com.cn

代琳琳 lldai@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月22日

关注

- 盈利过于依赖营业外收入。2016 年公司利润总额 16.51 亿元，其中营业外损益 17.93 亿元主要为政府创新补贴以及部分厂区土地被当地政府收储取得的利得，经营性业务获利能力较弱，同时公司营业外损益不具备长期可持续性，中诚信证评关注公司未来盈利状况。
- 未来资本性支出压力较大。截至 2016 年末，际华园后续建设资金需求量约为 44.98 亿元，目前尚存在一定资金缺口，未来投融资压力值得关注。

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委托方构成委托关系外，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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，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，并按照相关法律、法规对外公布。

重大事项（一）

2016年，公司所属部分全资子公司根据政府关于工业生产退城入园的规划要求，将原址土地使用权交由政府授权机构收储。其中：根据岳阳市人民政府《关于印发岳阳市中心城区重点排污企业退二进三工作方案的通知》（市政办发〔2010〕8号）等文件精神，际华三五一七橡胶制品有限公司（以下简称“3517公司”）将部分生产搬迁。经岳阳市政府与3517公司协商，确定将3517公司位于汴和园路以东、际华路两侧的176,013.5平方米的土地交由岳阳市政府授权机构收购，总补偿款为1.67亿元，公司取得资产处置收益1.26亿元。

际华三五四二纺织有限公司（以下简称“3542公司”）和湖北际华新四五印染有限公司（以下简称“新45公司”）因生产经营需要，将其位于襄阳市樊城区人民路140号、樊城区松鹤路云兴路6号现厂址土地的经营业务搬迁。经襄阳市人民政府相关部门与3542公司、新45公司协商，确定将3542公司及新45公司上述土地共计254,022.2平方米交由政府授权单位——襄阳市建设投资经营有限公司收购，总补偿款为7.75亿元，公司取得资产处置收益4.81亿元。

天津华津制药有限公司（以下简称“华津公司”）主要生产业务已于2006年搬迁至滨海新区，其原位于天津市河北区水产前街28号的老厂区土地一直处于闲置状态。经天津市人民政府相关部门与华津公司协商，确定将华津公司上述63,936.6平方米土地交由政府授权单位——天津市结构调整土地收购中心收购，总补偿款不低于5亿元，公司取得处置收益4.59亿元。

重大事项（二）

2015年7月2日，公司发布非公开发行A股股票预案，拟非公开发行股票数量不超过7.23亿股，募集资金总额不超过80.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于际华集团终端市场网络建设项目、重庆际华园目的地中心项目二期二阶段、际华园·长春目的地中心一期项目二阶段、际华园·扬州项目、际华园·西安项目、际华园·咸宁项目、

际华园·清远项目以及补充流动资金。本次非公开发行相关事项已经2015年6月30日召开的公司第三届董事会第三次会议审议通过。2015年12月17日，公司发布《关于非公开发行股票申请获得中国证监会受理公告》称，中国证监会决定对公司提交的《上市公司非公开发行股票》行政许可申请予以受理，并出具《中国证监会行政许可申请受理通知书》（153546号）。2016年3月8日，公司发布《非公开发行A股股票募集资金使用可行性分析报告（修订稿）》，本次非公开发行募集资金修改为预计总额不超过59.52亿元。2016年6月7日，公司再次发布《关于调整非公开发行A股股票预案的公告》，本次非公开发行募集资金修改为预计总额不超过44.00亿元。2017年4月24日，公司非公开发行股票发行成功，共发行普通股534,629,404股，募集资金总额为43.79亿元，扣除发行费用，募集资金净额约为43.13亿元，其中10.75亿元已用于置换预先投入的项目资金，募集资金的到位将有助于公司加快由制造业向制造服务业和现代服务业转型的节奏。

基本分析

公司目前主要从事职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋、防护装具、品牌服装等产品的研发、生产和销售、纺织印染业务以及大宗商品贸易业务。同时，公司继续推进际华园项目的建设，布局以际华园为主的商务服务业务。职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋和纺织印染业务依然是公司目前的主要业务，公司是国内最大的军需品研发和生产基地、最大的职业装研发和生产基地以及最大的职业鞋靴研发和生产基地。2016年以来，为应对经济下行压力持续加大、纺织服装行业景气度回暖缓慢的严峻形势，公司在生产及销售各方面均采取有效措施，以提高效益，增强竞争实力。2016年公司在“中国纺织工业联合会评定的‘纺织服装企业竞争力500强企业’”中排名第7位，排名较上年提高6位。

生产方面，2016年公司以提质增效为工作重点，逐步推进主业升级，优化产品结构，通过更新换代优势产品生产线、压缩减少落后中低端产品生产线，提高产能利用率。其中职业装板块，公司压

缩产能利用率较低的各类服饰、帽子及手套生产线；职业鞋靴板块，公司通过对胶鞋企业传统生产线进行限产、撤线，全年减少胶鞋产能 1,330 余万双；皮革皮鞋板块，公司通过整合生产线，提高生产效率，全年提高产能 2,000 万双；纺织印染板块，公司压缩中低档纱线规模，加大功能性纤维和面料

的应用开发，全年减少纱线产能 4,000 吨，增加印染色布产能 3,700 万米。同时，公司通过引进新设备、新工艺和新技术提高生产效率，全年实现减员 1,804 人，降低人工成本约 5,220 万元。截至 2016 年，公司主要业务板块产能情况如下表所示。

表 1：2016 年公司主要产品产能情况

产品	单位	2016 年产能	产能同比增加 (%)	2016 年产能利用率 (%)	产能利用率同比增加 (%)
一、职业装业务（共有 170 余条生产线，同比减少 10 余条）					
其中：职业装及各类服饰	万件	6,500	-0.00	99.69	1.46
各类服饰	万件	6,900	-16.87	81.45	11.55
帽子及手套	万件	1,200	45.45	59.83	-0.97
二、职业鞋靴业务（共有 60 条生产线，同比减少 14 条生产线）					
其中：职业鞋靴	万双	9,500	-36.67	76.08	13.23
橡胶件	吨	3,400	-15.00	95.63	45.63
橡胶大底	万件	940	-2.08	58.23	0.93
三、皮革皮鞋业务（共有 24 条生产线，同比减少 2 条）					
其中：皮革皮鞋	万双	1,200	20.00	100.00	3.07
四、纺织印染业务					
其中：纱线	吨	20,000	-16.67	85.95	23.33
坯布	万米	12,000	0.00	96.13	0.72
印染色布	万米	9,000	69.81	62.28	-19.72

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

销售方面，公司通过公开招投标取得订单，产品基本面向集团客户。2016 年下半年，公司按照“小部制、大平台”和“专业化+区域化”原则，组建职业装、职业鞋靴（含皮革皮鞋）、纺织印染和防护装具四大事业部，营销方式由“集团营销+企业营销”调整为“集团营销+事业部营销+企业营销”模式。其中四大事业部负责统筹各业务板块销售及服务，以及各业务板块的研发和原材料的集中招标采购等，以提升市场反应能力和经营效益。2016 年公司实现主营业务收入 268.94 亿元，同比增长 21.27%，其中职业装收入 43.79 亿元，同比增长 2.30%；职业鞋靴收入 43.54 亿元，同比增长 15.55%；皮革皮鞋收入 25.42 亿元；同比增长 15.36%；纺织印染收入 28.38 亿元，同比增长 12.64%；防护装具收入 18.82 亿元，同比下降 14.16%；贸易及其他收入 120.16 亿元，同比增长 51.98%。整体来看，2016 年除防护装具板块收入下滑外，其余板块均实现增长，其中贸易及其他板块对全年营业收入大幅增长的贡

献最大。

表 2：2015~2016 年公司主营业务收入分产品情况

单位：亿元、%

产品	2015		2016	
	收入	占比	收入	占比
职业装	42.81	17.95	43.79	15.63
职业鞋靴	37.68	16.71	43.54	15.54
皮革皮鞋	22.03	9.58	25.42	9.07
纺织印染	25.20	10.20	28.38	10.13
防护装具	21.92	9.18	18.82	6.72
贸易及其他	79.06	36.28	120.16	42.19
减：内部抵销数	6.93	-	11.17	-
合计	221.78	-	268.94	-

数据来源：公司年报，中诚信证评整理

分业务板块来看，2016 年公司军需品实现收入 58.30 亿元，同比增长 1.39%，增速较上年下滑 18.79 个百分点；民品实现收入 101.65 亿元，同比增长 10.33%，增速较上年提高 1.55 个百分点；贸易及其他实现收入 120.16 亿元，同比增长 51.98%，增速较上年提高 65.55 个百分点。

表 3：2014~2016 年公司主营业务板块收入情况

单位：亿元

业务板块	2014 年	2015 年	2016 年
军需品	47.85	57.51	58.30
民品	88.50	92.13	101.65
贸易及其他	91.48	79.06	120.16
减：内部抵销数	7.86	6.93	11.17
合计	219.97	221.78	268.94

数据来源：公司年报，中诚信证评整理

受军需品市场放开和低价竞标法等影响，公司军需品订单增速及盈利能力均受限；未来综合竞标法实行以及单兵一体化装备趋势或使公司未来军需品业务受益

军需轻工业高度依赖于中央军委对军需品采取的政策，受国内外政治形势、国防开支、采购政策、军警和武警数量以及换装频率的影响较大。2016年以来，国家安全形势持续紧张驱动军费增幅仍超GDP增幅，当年我国国防预算支出为9,543.54亿元，同比增长7.6%，2017年为10,443.97亿元，较上年执行数增长7%，不断增加的国防预算支出，为优化军队装备结构提供充足资金保障。

公司是中国军队、武警部队军需被装产品生产保障基地，拥有军需品出口资质，具有全产品系列、全战区覆盖、全过程服务的综合保障能力，军需品市场占有率为70%左右。2016年，公司加大军需品订单承揽力度，同时提高生产效率，降低生产成本，但受军需品市场逐步放开、低价中标法致使市场竞争加剧等因素影响，收入规模和毛利率均与上年基本持平，当年公司军需品收入为58.30亿元，同比增长1.39%，毛利率为14.96%，同比增加0.59个百分点，订单增速和盈利能力均受限。

2016年后，我国军需品采购政策由低价竞标法逐步向综合竞标法转化，公司研发实力和综合供应保障能力具备一定竞争优势，未来军需品收入及毛利率或将提升。此外，目前军需品已进入单兵一体化功能性服装及配套类产品研发配备期，而公司单兵一体化战术防护系统项目已得到军方和公安等多个部门认可，已被纳入陆军部单兵装备供应商名录，成为单兵装备改革后第一批列入的研发及生产供应商。未来单兵一体化新一代面料及功能性服

装、鞋靴的更新迭代或将进一步利好于公司军需品业务的收入及盈利能力。

公司充分发挥集团协同效应并通过整合事业部进一步提升市场反应能力，同时优化民品结构，扩大高端产品供给，民品业务保持增长

在适度扩大总需求和供给侧结构性改革政策措施、引导良好发展预期的综合作用下，2016年国内纺织服装专业市场总体运行平稳，成交额保持稳中有进的发展态势。2016年中国纺织工业联合会流通分会重点监测的41家专业市场总成交额（下同）达到9,745.12亿元，同比增长5.5%。2017年一季度，纺织服装行业持续回暖，42家纺织服装专业市场总成交额达到2,262.66亿元，同比增长7.86%。

民用职业装方面，我国民用职业装的市场容量较大、供应较充足、交易较活跃，6.5亿人的产业从业人员是职业装的主要消费者。此外，经国务院批准的公安、司法、检察院、法院、工商、税务、铁路、交通等14个国家统一着装部门共有600余万人，亦存在一定职业装市场需求。公司在14个国家统一着装部门制服市场中的占有率为10%左右，并在央企工装、行业制服等市场中占有一定份额。

职业装业务方面，公司拥有原材料（棉花、橡胶、特种纤维、毛皮）、纺织、印染、制衣、制鞋、服饰等从研发设计、生产制造到销售在内的全产业链，产、供、销协同效应较好。公司所属企业遍布全国23个省、自治区和直辖市，能有效覆盖全国各地市场需求，在原料供应、生产组织和销售渠道方面具有较强的布局优势和渠道优势。2016年公司通过整合事业部，统筹安排研发、采购及销售，响应速度得到提升。此外，2016年公司大力拓展民品市场，进一步优化民品结构，扩大高端产品供给。当年，公司民品业务实现营业收入101.65亿元，同比增长10.33%，增速较上年提高6.23个百分点；但受竞标价格走低、原材料价格波动和劳动力成本增加等因素影响，当年民品毛利率为7.91%，同比减少0.81个百分点。

2017年2月7日，住建部、财政部联合印发《城市管理执法制服式服装和标志标识供应管理办法》，

到2017年年底前将实现全国城市管理执法人员执法制服服装和标志标识统一。公司承接了全国城市管理执法人员服装和标志标识的设计项目，并中标第一批换装单位——徐州城管的生产订单，目前正在积极参与北京、天津和上海等地城管单位的生产订单招标，鉴于公司综合实力较强，在未来订单承接中存在较大竞争优势。

公司集中优势资源，大力拓展大宗商品贸易业务，贸易收入大幅增加，但受相关产品价格低迷影响，毛利率下滑

近年来，受全球经济回暖缓慢、有色金属供需矛盾凸显、人民币汇率双向波动等因素影响，有色金属价格处于频繁大幅震荡中。分产品来看，期铜于2016年1~10月震荡下跌，主要系市场聚焦于中国制造业增速放缓、美联储加息预期、铜矿TC/RC费用走高和国内精铜产量不断扩张等因素所致；而11~12月期铜强势向上突破，伦沪铜纷纷创下年内新高水平。但随着年关将近，国内资金流动性趋紧，多头获利了结需求攀升，基本金属纷纷承压下滑，铜价亦自高位回落。与铜价走势相反，2016年以来铅、锌价格则呈大幅攀升走势。

整体来看，受全球经济发展仍存在较大不确定性影响，有色金属价格未来一定时期内将保持震荡波动的态势，而受有色金属价格波动较大影响，相关企业将面临较大成本控制压力，负面影响盈利能力。

图 1：2011~2017 年 1 月 LME 期铜价格走势



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

公司贸易业务以国内贸易为主，贸易品种主要为有色金属（主要为电解铜）和化工产品，2016年

有色金属和化工产品的贸易金额分别为46.97亿元和15.55亿元，占贸易及其他业务板块收入的比重分别为39.09%和12.94%。2016年以来，公司集中优势资源，大力拓展大宗贸易业务，当年贸易及其他板块实现收入120.16元，同比增长51.98%；但受相关贸易产品价格大幅波动影响，公司初始获利能力下降，毛利率仅为1.44%，同比降低1.77个百分点。

表 4：2016 年公司主要贸易品种情况

单位：亿元、%		
品种	收入	占比
有色金属	46.97	39.09
化工	15.55	12.94
电解铜	6.39	5.32
成品油	2.56	2.13
合计	71.48	59.48

数据来源：公司年报，中诚信证评整理

际华园项目总投资规模较大，公司募集资金仅能覆盖部分投资，后续资金筹措压力仍值得关注

际华园是公司“十三五”期间重要转型升级项目，主要包括时尚购物、室内极限运动、特色酒店和餐饮娱乐等业态。截至2016年末，公司已经开始建设重庆、长春、西安、扬中、咸宁、清远等6个项目。其中，重庆项目的室内极限运动场馆已于2016年10月投入试运行，时尚购物和餐饮娱乐将于2017年上半年陆续投入试运行，截至2016年末，公司际华园项目情况进度如下表所示。

表 5：截至 2016 年末公司际华园项目建设情况

单位：亿元			工程进度
项目	预计总投资	截至 2016 年末累计投资	
重庆际华园	13.51	9.00	室内运动中心和部分购物中心已经正式营业
长春际华园	15.86	7.01	购物中心主体已完工，室内运动中心正在进行地下工程
扬中际华园	11.18	3.63	
西安际华园	10.15	1.91	已经平整土地，正在订购设备及优化规划设计方案
咸宁际华园	10.51	2.61	
清远际华园	10.53	2.60	
合计	71.74	26.76	

数据来源：公司年报，中诚信证评整理

截至2016年末，际华园后续建设资金需求量约为44.98亿元，2017年4月24日，公司非公开发行股票发行成功，募集资金净额约43.13亿元，按照公司际华园项目未来发展规划，目前尚存在一定的资金缺口，际华园项目后续仍面临一定投融资压力。此外，在近年我国社会零售品消费总额增速持续放缓的背景下，中诚信证评关注重庆际华项目投产后的实际运营情况。

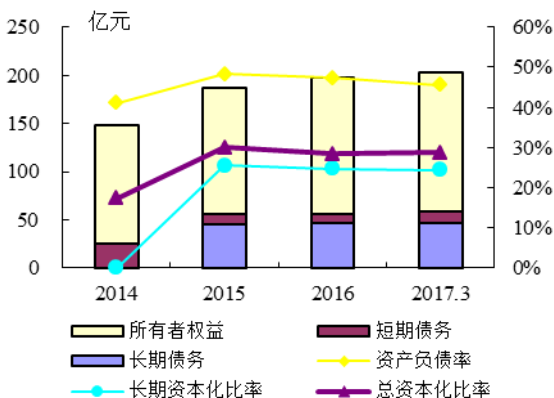
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014~2016年度审计报告，以及未经审计的2017年一季度财务报表。

资本结构

随着业务规模的增长和际华园等项目建设的有序进行，2016年，公司资产规模和负债规模均有所增加；同时受益于盈利经营以及未分配利润的累积，所有者权益规模亦有所提升。2016年末，公司总资产、总负债和所有者权益分别为269.11亿元、127.58亿元和141.53亿元，同比分别增加6.35%、4.39%和8.19%。2016年末，公司资产负债率和总资本化率分别为47.41%和28.37%。2017年3月末，公司总资产为265.36亿元，总负债为121.05亿元，资产负债率及总资本化比率分别为45.62%和28.80%，财务杠杆比率较低。

图2：2014~2017.3公司资本结构



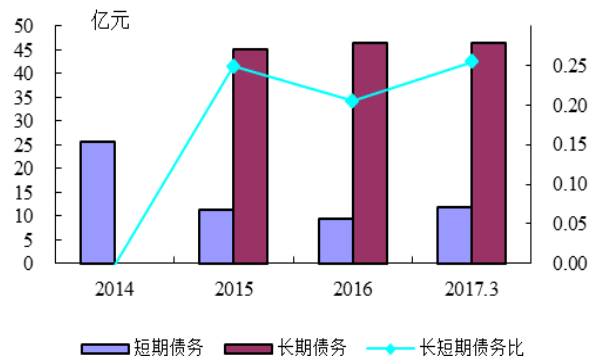
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2016年末流动资产为144.67亿元，占总资产的比重为53.76%，主要由货币资金、存货和其他应收款

构成。2016年末，公司货币资金为60.58亿元，同比增长6.02%，其中因抵押、质押或冻结等因素而受限的资金为28.49亿元；存货为31.58亿元，同比下降19.21%，主要系公司加大减库存力度所致；其他应收款21.20亿元，同比增加130.95%，主要为公司应收天津、襄阳和岳阳相关部门的土地收储款增加。需关注的是2016年末，公司其他应收款账面余额中包含8.28亿元往来账款，系以前年度公司对供应商的预付款，受煤炭、服装行业景气度下行影响，预付对象未能履约交货，该笔款项面临较大坏账风险，2016年计提坏账损失2.38亿元。公司非流动资产主要包括无形资产、固定资产和在建工程，2016年末无形资产42.00亿元，同比增加21.48%，主要为新购置的清远、咸宁、西安和扬中四地际华园项目土地；固定资产38.32亿元，同比增加18.27%，主要为重庆际华园和生产基地项目在建工程的转入；在建工程15.48亿元，主要为在建际华园项目和生产基地项目。

债务方面，2016年末公司总债务为56.05亿元，与上年水平相当，其中短期债务9.57亿元，长期债务46.48亿元。公司短期债务为短期借款3.82亿元和应付票据5.75亿元；长期债务为公司2015年发行债券44.71亿元和长期借款1.77亿元。从债务期限结构看，公司长短期债务比为0.21倍，债务期限结构合理。2017年3月末，公司总债务为58.36亿元，其中短期债务11.87亿元，长期债务46.50亿元，长短期债务比为0.26。

图3：2014~2017.3公司长短期债务情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

整体来看，公司资产和负债规模随业务规模及际华园项目建设持续推进而增长，但财务杠杆比率

较低，同时刚性债务以长期债务为主，债务期限结构合理，财务结构稳健。

盈利能力

2016 年公司大力拓展军需品、民品及其上下游相关的贸易业务，除军需品业务规模近年趋于稳定外，民品收入和贸易收入均实现增长，当年公司实现营业收入 271.55 亿元，同比增长 21.03%。但受贸易业务和民品业务毛利率下滑影响，公司主营业务毛利率同比减少 1.64 个百分点至 6.87%。

表 6：2014~2016 年公司各产品毛利率情况

单位：%			
业务板块	2014 年	2015 年	2016 年
军需品	20.05	14.37	14.96
民品	9.31	8.78	7.91
贸易及其他	2.01	3.21	1.44
综合	8.93	8.51	6.87

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司三费以销售费用和管理费用为主，财务费用占比较低。2016 年，因运输费、招标费降低，公司销售费用同比下降 5.44% 至 4.96 亿元；因土地使用税和房产税调整至营业税金及附加，公司管理费用同比下降 3.36% 至 10.22 亿元。当年公司三费合计 16.89 亿元，同比下降 2.74%，三费收入比同比小幅下降 1.52 个百分点至 6.22%。

表 7：2014~2016 年公司三费分析

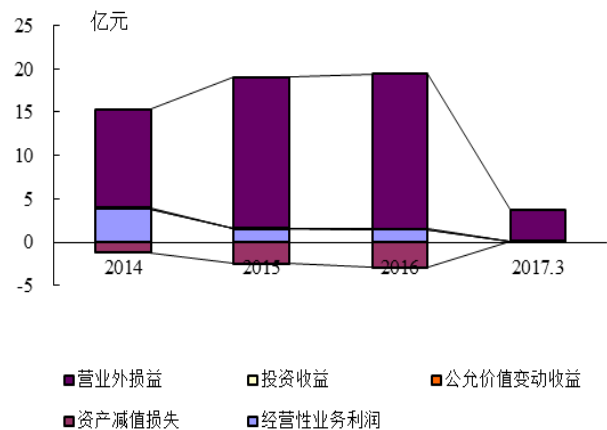
单位：亿元、%			
	2014	2015	2016
销售费用	4.70	5.24	4.96
管理费用	10.27	10.57	10.22
财务费用	1.18	1.56	1.72
三费合计	16.15	17.37	16.89
营业总收入	222.41	224.38	271.55
三费收入占比	7.26	7.74	6.22

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和营业外损益构成。经营性业务利润方面，2016 年受毛利率下滑影响，公司经营性业务利润持续同比下降 7.26% 至 1.44 亿元。营业外收入方面，公司大部分生产子公司地处城市核心区，因当地政府出城入园计划或实施政府收储要求，自 2013 年起逐步将生产业务外迁并陆续将土地转让给当地政府，2014 年

以来公司无形资产处置利得（系政府收储公司土地的补偿）持续处于高位。目前公司西安、南京、武汉、重庆等城市的厂区已面临生产业务外迁，预计“十三五”期间仍会有一定规模的土地处置收益；同时公司在高端纺织技术、防护装备等相关领域积极研发创新，取得大量政府补助，但其稳定性不足，2016 年公司无形资产处置利得和政府补助分别为 10.50 亿元和 7.13 亿元，对利润总额形成有力补充。此外，受应收账款和其他应收款坏账损失计提规模较大影响，当年资产减值损失同比增长 17.44% 至 2.92 亿元。2016 年，公司实现利润总额 16.51 亿元，同比增长 0.03%，取得净利润为 12.04 亿元，同比增长 6.85%。

图 4：2014~2017.3 公司利润总额构成



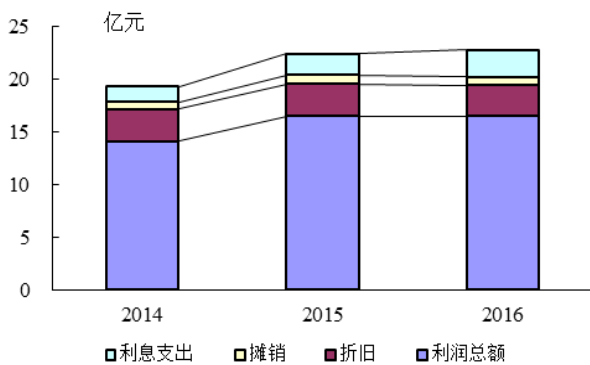
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

整体来看，2016 年，受毛利率水平较低的贸易业务占比提升影响，公司综合毛利率小幅下降，经营性业务利润相应减少，但因无形资产处置利得和政府补助对利润的有力补充，公司盈利能力仍保持较好水平。但中诚信证评关注公司盈利高度依赖于无形资产处置利得，且政府补助不具持续性对净利润的影响。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由折旧和利润总额构成。公司利润总额基本稳定，受益于无形资产处置利得和政府补助仍维持高位，2016 年 EBITDA 为 22.77 亿元，同比增加 1.63%，获现能力小幅提升。

图 5: 2014~2016 年公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

从偿债能力指标来看, 2016 年公司 EBITDA 规模小幅提升, 总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.46 和 9.03 倍, EBITDA 对债务利息的保障能力较强。2016 年, 公司加大应收账款清欠力度, 加快资金回笼力度, 同时加大减库存力度, 存货规模大幅减少, 经营活动净现金流同比增加 122.69% 至 11.26 亿元, 当年公司经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/利息支出分别为 0.20 和 4.46 倍, 经营活动净现金对债务利息的保障能力提升。

表 8: 2014~2017.3 公司偿债能力分析

	2014	2015	2016	2017.3
总债务 (亿元)	25.65	56.24	56.05	58.37
长期债务 (亿元)	0.00	45.03	46.48	46.50
短期债务 (亿元)	25.65	11.22	9.57	11.87
EBITDA (亿元)	19.33	22.41	22.77	-
EBITDA 利息倍数 (X)	12.81	11.42	9.03	-
总债务/EBITDA (X)	1.33	2.51	2.46	-
经营活动净现金/ 利息支出 (X)	2.48	2.58	4.46	-24.19
经营活动净现金/ 总债务 (X)	0.15	0.09	0.20	-0.69
资产负债率 (%)	41.11	48.30	47.41	45.62
总资本化比率 (%)	17.35	30.07	28.37	28.80

注: 公司 2017 年一季度经营活动净现金/总债务指标经年化处理。

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 截至 2016 年末, 公司银行授信额度合计 55.31 亿元, 其中未使用额度 47.71 亿元。同时, 公司作为上市公司, 可从资本市场取得资金支持, 融资渠道较为畅通。整体来看, 公司备用流动性丰富, 财务弹性较强。

或有负债方面, 截至 2016 年末, 公司未清对外担保余额为 1.89 亿元, 占净资产的比重为 1.34%,

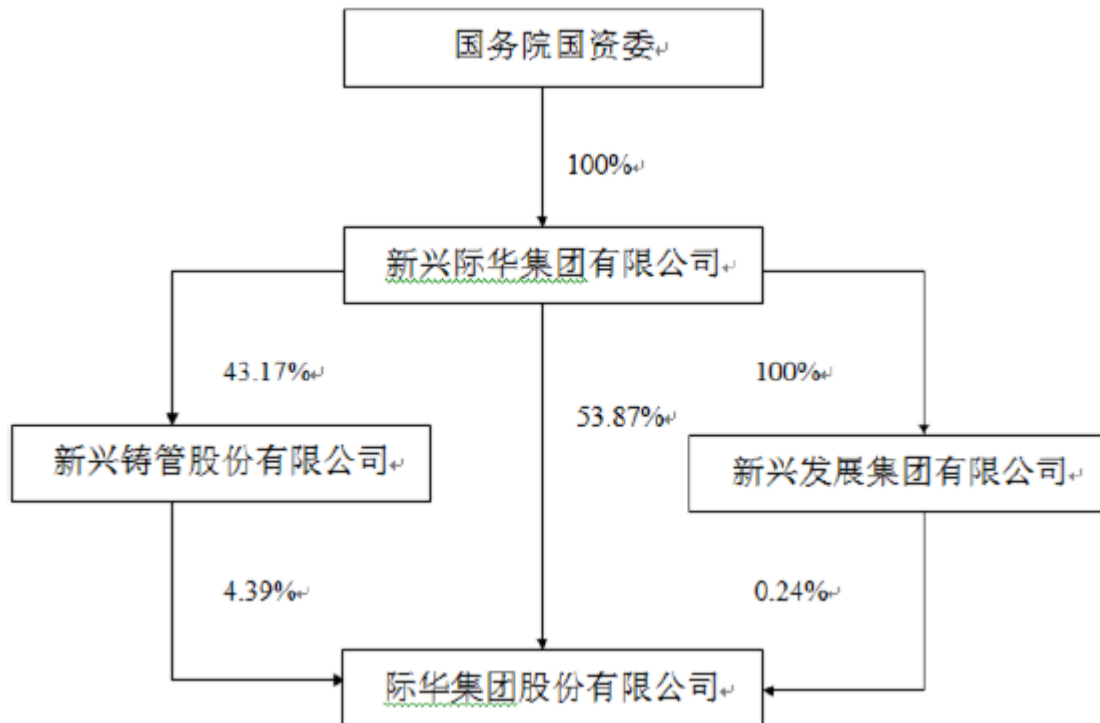
或有负债风险较低。

整体而言, 公司财务杠杆比率较低、债务期限结构合理, 财务结构稳健; 同时经营活动净现金流进一步改善, 对债务利息的保障程度整体偿债能力提升, 公司偿债能力极强。

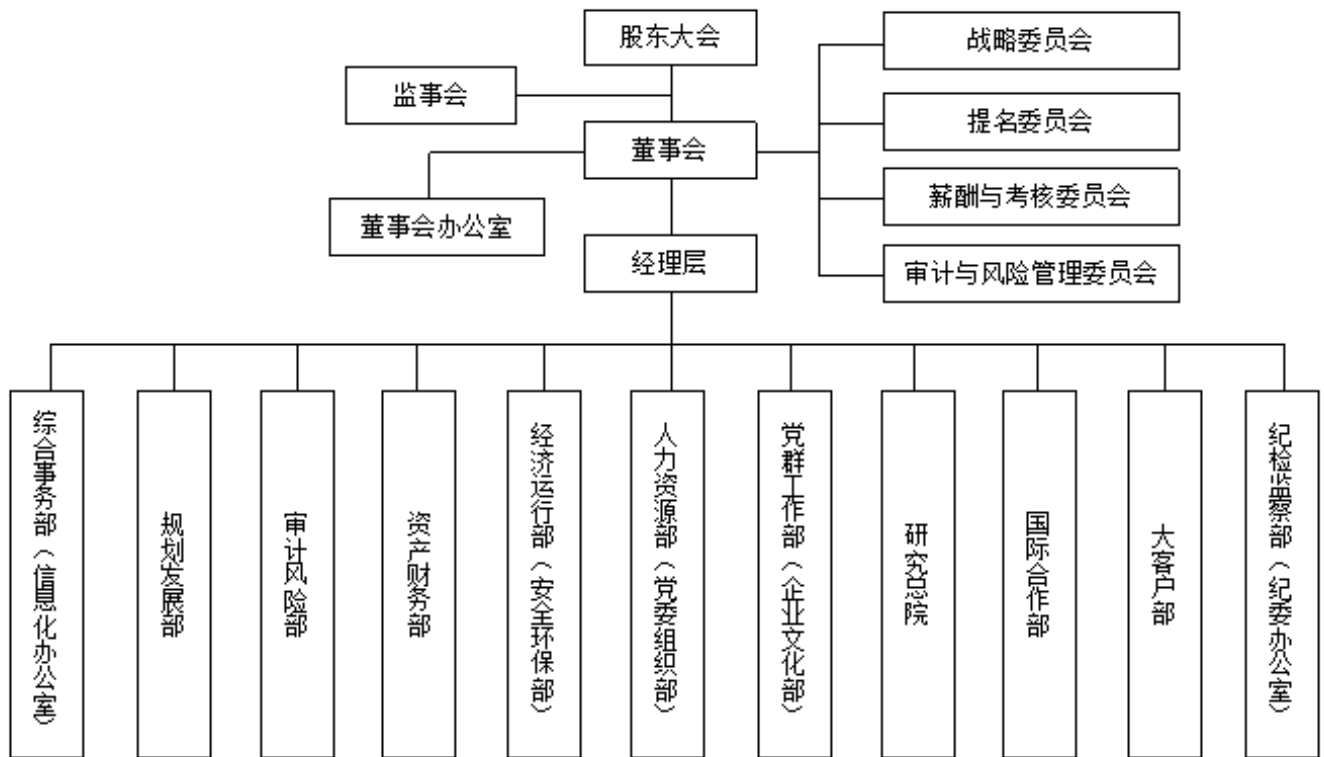
结 论

综上, 中诚信证评维持际华集团股份有限公司主体信用等级 **AAA**, 评级展望为稳定; 维持“际华集团股份有限公司 2015 年公司债券 (第一期)”和“际华集团股份有限公司 2015 年公司债券 (第二期)”信用等级 **AAA**。

附一：际华集团股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



附二：际华集团股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	443,467.39	571,550.16	605,934.71	396,253.64
应收账款净额	164,128.39	142,209.82	131,084.44	175,919.28
存货净额	361,709.10	390,873.55	315,782.71	383,057.55
流动资产	1,212,956.37	1,343,464.12	1,446,681.90	1,370,992.71
长期投资	15,869.05	15,334.54	14,885.63	15,216.77
固定资产合计	413,562.10	509,601.36	572,522.70	567,802.88
总资产	2,075,365.53	2,530,344.15	2,691,102.21	2,653,642.49
短期债务	256,511.96	112,155.65	95,711.27	118,697.53
长期债务	0.00	450,276.91	464,832.41	464,967.82
总债务	256,511.96	562,432.56	560,543.67	583,665.36
总负债	853,208.45	1,222,110.80	1,275,768.23	1,210,478.36
所有者权益（含少数股东权益）	1,222,157.09	1,308,233.35	1,415,333.99	1,443,164.13
营业总收入	2,224,122.88	2,243,756.13	2,715,533.63	592,474.72
三费前利润	199,774.42	189,232.93	183,345.10	45,315.65
营业外损益	113,504.82	173,583.78	179,300.14	35,840.50
净利润	113,174.70	112,743.44	120,446.47	28,251.71
EBITDA	193,333.61	224,050.45	227,697.22	-
经营活动产生现金净流量	37,439.22	50,553.41	112,579.29	-100,286.64
投资活动产生现金净流量	-3,527.02	-399,787.70	-125,894.74	161,518.32
筹资活动产生现金净流量	99,260.58	277,387.96	-9,346.49	2,668.87
现金及现金等价物净增加额	132,777.02	-71,808.90	-22,441.49	63,837.52
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	9.15	8.67	7.13	8.03
所有者权益收益率（%）	9.26	8.62	8.51	7.83*
EBITDA/营业总收入（%）	8.69	9.99	8.38	-
速动比率（X）	1.25	1.57	1.70	1.66
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	0.09	0.20	-0.69*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.15	0.45	1.18	-3.38*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.48	2.58	4.46	-24.19
EBITDA 利息倍数（X）	12.81	11.42	9.03	-
总债务/EBITDA（X）	1.33	2.51	2.46	-
资产负债率（%）	41.11	48.30	47.41	45.62
总资本化比率（%）	17.35	30.07	28.37	28.80
长期资本化比率（%）	0.00	25.61	24.72	24.37

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；带“*”财务指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

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

存货周转率=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-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。