



# 山东齐悦科技有限公司 2017 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

大公报 D【2016】892 号

公司债券信用等级：AA  
主体信用等级：AA  
评级展望：稳定

发债主体：山东齐悦科技有限公司  
发行规模：本次债券发行总额不超过 6 亿元（含 6 亿元），首期基础发行规模不超过 3 亿元（含 3 亿元），可超额配售不超过 3 亿元（含 3 亿元）  
债券期限：5 年，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  
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本  
发行目的：补充公司流动资金

## 评级观点

山东齐悦科技有限公司（以下简称“齐悦科技”或“公司”）主要从事家纺成品、坯布及印染布等相关业务。评级结果反映了山东省内大型纺织企业在中高端细分市场上具有竞争优势，公司产业链完整，主要产品产量逐年增长，印染业务居行业领先水平等优势；同时也反映我国纺织行业竞争激烈，公司外销业务面临汇率波动风险，公司受限货币资金较多，短期偿债压力较大等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年，公司业务将保持稳定发展。综合来看，大公对齐悦科技的评级展望为稳定。

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017.6	2016	2015	2014
总资产	76.75	73.73	60.09	51.58
所有者权益	41.56	38.38	29.57	25.25
营业收入	38.97	71.11	58.76	47.15
利润总额	4.24	7.15	5.81	3.80
经营性净现金流	5.02	4.82	4.30	3.31
资产负债率 (%)	45.86	47.94	50.79	51.04
债务资本比率 (%)	39.65	42.50	43.83	44.19
毛利率 (%)	15.51	13.87	14.29	14.14
总资产报酬率 (%)	6.41	11.19	11.86	9.90
净资产收益率 (%)	7.63	13.99	14.59	11.33
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	7.34	4.38	3.12	2.37
经营性净现金流/总负债 (%)	14.25	14.64	15.13	13.13

注：2017 年 6 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：张建国  
评级小组成员：韩光明 王梦晗  
联系电话：010-51087768  
客服电话：4008-84-4008  
传 真：010-84583355  
Email：rating@dagongcredit.com

## 主要优势/机遇

- 山东省是我国主要的纺织产业聚集地之一，省内大型纺织企业在中高端细分市场上具有竞争优势；
- 公司已形成原棉、纺纱、织布、印染、缝制、终端销售较为完整的产业链，各业务之间协调发展，有利于提升公司整体竞争实力；
- 公司主要产品产量逐年增长，产能利用率均保持较高水平；
- 公司印染业务居行业领先水平，蜡布产品工艺技术优势突出，同时着力打造愉悦品牌，市场知名度和竞争力不断提高。

## 主要风险/挑战

- 我国纺织行业企业数量较多，且以中小民营企业为主，资金及技术壁垒低、行业竞争激烈；
- 公司部分产品主要销往海外，面临汇率波动风险；
- 公司受限资产中受限货币资金较多，一定程度上减弱了公司的资产流动性；
- 2014 年以来，公司总负债和总有息债务规模较大，以短期有息债务为主，短期偿债压力较大。

大公国际资信评估有限公司  
二〇一七年八月八日

## 大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（[www.dagongcredit.com](http://www.dagongcredit.com)）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

## 发债主体

公司前身为滨州普友电子科技有限公司（以下简称“普友电子”），成立于2010年10月19日，注册资本为300万元，北京普友科技有限公司（以下简称“北京普友”）持有普友电子100%的股权。2011年9月，北京普友和滨州高新技术创业投资有限公司（以下简称“滨州高新”）分别对公司增资700万元和2,000万元，增资后对公司的持股比例分别为33.33%和66.67%。2012年11月，北京普友将持有公司的全部股权转让给滨州愉怡纺织科技有限公司<sup>1</sup>（以下简称“愉怡纺织”），愉怡纺织和滨州高新对公司的持股比例分别为33.33%和66.67%。2016年3月14日，滨州高新区愉悦投资管理中心（有限合伙）（以下简称“愉悦投资”）<sup>2</sup>和滨州高新区愉怡投资管理中心（有限合伙）（以下简称“愉怡投资”）<sup>3</sup>收购公司100%股权，分别持有66.67%和33.33%的股权。2016年6月6日，愉悦投资和愉怡投资按照各自的持股比例对公司分别增资11,333万元和5,667万元，公司注册资本增至20,000万元，同时公司更名为现名。截至2017年6月末，公司注册资本为20,000万元，愉悦投资和愉怡投资持有公司股权比例分别为66.67%和33.33%，刘曰兴持有愉悦投资40%的股权比例，从而刘曰兴间接持有公司26.67%的股权，此外刘曰兴为愉悦投资的普通合伙人，是公司的实际控制人。

截至2016年3月末，公司无二级子公司，实际控制人旗下有愉悦家纺有限公司（以下简称“愉悦家纺”）。2016年4月19日，公司与愉悦家纺签订转让协议，将愉悦家纺所持下属子公司滨州东力热电有限公司（以下简称“东力热电”）、山东黄河三角洲纺织科技研究院有限公司、滨州市悦家置业有限公司和滨州愉悦国际物流有限公司的全部股权转让给公司；5月23日和8月29日，公司分别与愉悦家纺和愉怡纺织的股东签订股权转让协议，收购愉悦家纺和愉怡纺织100%股权。截至2017年6月末，共有8家二级子公司纳入公司合并范围。

**表 1 相关子公司股权转让情况**

子公司名称	转让协议 签订日期	转让价格 (万元)	转让款项 到账日期
滨州东力热电有限公司	2016. 4. 19	7,000	2016. 7. 4、2016. 7. 5
滨州愉悦国际物流有限公司	2016. 4. 19	3,000	2016. 7. 6
滨州市悦家置业有限公司	2016. 4. 19	2,000	2016. 7. 7
山东黄河三角洲纺织科技研究院有限公司	2016. 4. 19	988	2016. 7. 7
愉悦家纺有限公司	2016. 5. 23	8,000	2016. 7. 26、2016. 7. 27
滨州愉怡纺织科技有限公司	2016. 8. 29	9,000	2016. 8. 29、2016. 8. 30

数据来源：根据公司提供资料整理

<sup>1</sup> 2013年2月之前愉怡纺织为愉悦家纺有限公司全资子公司，后被转让。

<sup>2</sup> 2016年3月2日，由原愉悦家纺有限公司工会持股会人员中刘曰兴、蔡建峰、张国清、王玉平、甘丽英设立。

<sup>3</sup> 2016年3月2日，由原愉悦家纺有限公司工会持股会人员中乔传亮、庞秀杰、冯玉和、张浩、张国防设立。



公司主营家纺成品、印染布、棉纱及坯布等相关业务，截至 2017 年 6 月末，公司拥有家纺成品 5,500 万件/年、坯布 25,000 万米/年、印染布 31,000 万米/年、棉纱 60,000 吨/年的生产能力。

## 发债情况

### 债券概况

本次债券是齐悦科技面向合格投资者发行的公司债券，发行总额为不超过人民币 6 亿元（含 6 亿元），分期发行，首期基础发行规模不超过 3 亿元（含 3 亿元），可超额配售不超过 3 亿元（含 3 亿元），发行期限为 5 年，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。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。债券面值 100 元，按面值平价发行，到期日按照面值兑付。本次债券无担保。

### 募集资金用途

本次公司债券募集资金在扣除发行费用后，拟全部用于补充公司流动资金。

## 宏观经济和政策环境

**2014 年以来我国经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；短期内我国经济下行压力仍较大，但随着“十三五”规划和供给侧结构性改革的持续推进，我国经济仍具有保持中高速增长潜力**

近年来，受固定资产投资和房地产投资增速降低、传统产业产能过剩严重及实体经济运营成本提高增长乏力等因素影响，我国经济增速有所回落，从高速增长转向中高速增长。2014~2016 年，我国 GDP 同比增长速度分别为 7.3%、6.9%和 6.7%，经济增速有所回落。

2016 年，我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，产业结构持续优化，主要经济指标仍处于合理区间。2016 年，我国实现国内生产总值 744,127 亿元，同比增长 6.7%，增速同比下降 0.2 个百分点。根据国家统计局初步核算数据，2017 年一季度，我国实现国内生产总值 180,683 亿元，同比增长 6.9%，增速同比上升 0.2 个百分点。分产业看，第一产业增加值 8,654 亿元，比上年增长 3.0%；第二产业增加值 70,005 亿元，比上年增长 6.4%；第三产业增加值 102,024 亿元，比上年增长 7.7%，占国内生产总值的比重为 56.5%，高于第二产业 17.7 个百分点，产业结构更趋优化。经济景气度方面，2017 年 3 月，中国制造业 PMI 终值为 51.8%，较上月上升 0.2 个百分点，继续位于临界点之上。总的来看，2014 年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，

保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2016年以来，世界经济复苏总体不及预期，世界银行于2016年6月将2017年世界经济增长预期由3.1%下调至2.4%。世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡，且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制；在金融市场方面，发达经济体政府债务负担有所好转，但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观，此外，全球非金融企业债务水平进一步升高，成为全球金融市场中新的风险点。2016年11月9日，特朗普当选美国总统，其团队所主张的医疗、贸易、金融、外交等方面政策，预示美国战略收缩力度将加大，继英国脱欧之后，美国大选结果将增加全球经济的不可预见性和波动性。继2016年12月14日后，美联储于2017年3月16日再次将联邦基金利率目标区间上调25个基点到0.75%至1.0%的水平，美元走强的同时大宗商品价格不可避免地承受更大的压力，同时加大了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性 and 不确定性。

2014年以来，央行延续之前稳健的货币政策基调，更加注重松紧适度，适度预调微调。2015年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格及社会融资成本。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构，同时颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资难问题。2015年11月3日，国家发布“十三五”规划建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。2016年，央行在继续稳健货币政策的基础上，加强对供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展和可持续发展。2017年3月，两会于北京召开，会议要求贯彻稳中求进工作总基调，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，依靠创新推动新旧动能转换和结构优化升级，全面深化改革，预计在稳增长的基调下改革将成为2017年经济工作的一大重点。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五”规划建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力。供给侧结构性改革将持续化解过剩产能和房产库存，促进基础设施和房地产行业的有效投资。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长潜力。

## 行业及区域经济环境

**我国纺织业拥有全球最大的产能规模和加工能力，产能主要集中在东南沿海省份；行业内企业数量较多，以中小民营企业为主，资金及技术壁垒较低、行业竞争激烈**

我国纺织业拥有全球最大的产能规模基础和加工能力，并具备较为完整的纺织服装工业体系，从纺织原料生产开始，到纺纱、织造、印染，再到服装及其他纺织品加工，形成上下游衔接和配套生产。纺织行业依据原材料的不同可分为化纤业、棉纺织业、毛纺织业、麻纺织业、丝绸等多个子行业，国内以棉纺织业为主。

从产能分布来看，我国纺织企业和产能大部分集中在江苏、浙江、山东、广东、福建等省份，其中江浙地区的集聚度最高。江浙以纺织原料、家纺、羊毛衫和鞋类等为主；广东是休闲服、鞋、面料、女装和内衣聚集地；福建为运动品和男装产业聚集地；山东为棉纺织和家纺等企业。近年来，随着中西部经济的发展，纺织产业开始向中西部地区转移，不过产业集中于上述五省份的特征仍较为突出。

纺织行业是典型的劳动密集型产业，由于生产过程中资本支出相对较少，导致行业整体进入门槛较低。我国纺织行业企业数量较多，截至2016年末，我国纺织和服装生产企业数量为2.0万家和1.6万家，大部分为中小民营企业，相关企业因技术创新不足导致产品差异化程度低，行业竞争十分激烈。

**2014年以来，我国经济下行压力增大，国内终端消费需求放缓；同时，在国外经济疲软和国内劳动力成本上升等多重因素影响下，我国纺织品及服装出口额出现负增长，纺织行业处于低速运行状态**

纺织业需求主要来自内需和出口两部分。从内需来看，2014年以来，我国经济下行压力不断加大，对居民消费产生一定不利影响，其中2015年全国限额以上服装鞋帽、针、纺织品类批发和零售额为13,483.5亿元，同比增长9.8%，增速同比下降1.1个百分点；2016年，全国限额以上服装鞋帽、针、纺织品类批发和零售额14,433.0亿元，同比增长7.0%，增速同比下降2.8%。从出口看，我国纺织服装主要出口国是欧盟、美国和日本，经历2008年金融危机和2012年欧债危机后，上述三个经济体增速放缓，同时国内劳动力成本上升等因素降低了我国纺织服装的出口需求。2015年，我国纺织品及服装出口金额为2,839亿美元，同比下降4.9%；2016年，我国纺织品及服装出口金额为2,673亿美元，同比下降5.9%。2017年以来，纺织行业出口呈现缓中趋稳态势，出口降幅逐步收窄，2017年1~5月，我国纺织品及服装累计出口金额为998.8亿美元，同比增长2.1%。

在国内消费需求疲软、纺织品及服装出口额负增长背景下，2016年，规模以上纺织企业实现主营业务收入40,869.7亿元，同比增长

3.9%，增速同比放缓 1.1 个百分点；实现利润总额 2,194.1 亿元，同比增长 3.5%，增速较上年同期放缓 1.6 个百分点，亦低于全国规模以上工业企业利润增速 2.5 个百分点。2017 年 1~5 月，规模以上纺织企业实现主营业务收入 16,443.7 亿元，同比增长 9.3%；实现利润总额 781.9 亿元，同比增长 5.3%，增速同比放缓 1.6 个百分点。

**国家取消棉花临时收储政策有利于促进国内棉花价格的下降，有利于降低企业用棉成本；但人工成本的上升增加了企业成本控制压力**

纺织业主要原料是棉花，原料棉价格是影响纺织业盈利能力的重要因素。中国是棉花产量和消费量最大的国家，棉花产量与实际消费量存在较大的供需缺口。

为保护棉农利益以及平抑棉价的大幅波动，2011 年，国家发布临时收储政策，受此影响长期以来国内棉价比国际棉价高出 4,000~5,000 元左右。2014 年 1 月，中共中央、国务院印发《关于全面深化改革加快推进农业现代化的若干意见》，指出启动新疆棉花目标价格补贴试点，标志着棉花临时收储制度退出。2015 年 4 月和 2016 年 3 月，发改委连续降低新疆棉花目标价格水平。2017 年 3 月 17 日，国家发展改革委、财政部发布《关于深化棉花目标价格改革的通知》，通知提出，经国务院同意，2017 年起在新疆深化棉花目标价格改革，棉花目标价格水平三年一定，按上述机制，确定 2017~2019 年新疆棉花目标价格水平为 18,600 元/吨。长期看来，国家取消棉花临时收储政策有助于国内棉花价格的下降，减轻纺织企业的用棉成本压力。

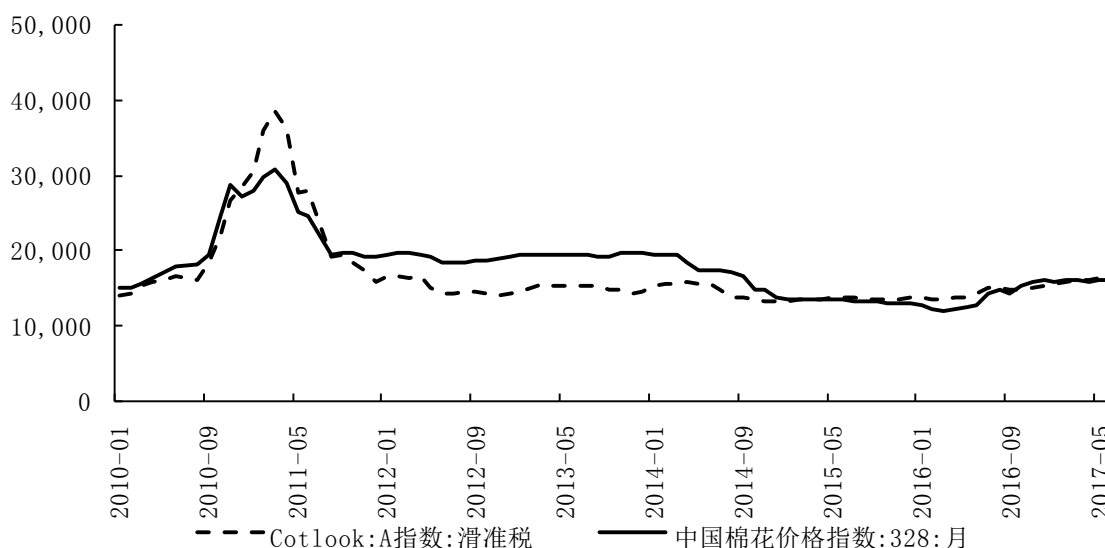


图 1 2010 年 1 月至 2017 年 6 月国际和国内棉花价格走势情况 (单位: 元/吨)

数据来源: Wind 资讯

在国际棉价较低的情况下，为限制棉花进口对国内市场的冲击，2004 年以来国家规定棉花进口需要配额。2012 年，发改委提出申请棉



花进口配额的企业包括国营贸易企业、2011 年有进口实绩的企业和纺纱设备 5 万锭以上的棉纺企业。2014 年，为减轻国内高棉价对纺织企业的压力，发改委提出除发放按照加入世贸组织承诺的 89.4 万吨关税进口配额外，购买新疆区域内仓库存放国产储备棉的纺织企业可按照 3:1 的数量比例竞买储备进口棉。2015 年，国家对棉花进口配额发放较为严格，不再增发进口配额。2016 年 10 月，国家发改委发布《2017 年棉花进口关税配额申领条件和分配原则》，2017 年棉花进口关税配额量为 89.4 万吨。短期来看，国内外棉花仍存在价格差距，纺织企业的市场竞争力和盈利依然很大程度上取决于能否取得配额以及配额的量，但随着国内外棉花价差的缩小，进口配额对于纺织企业的影响将有所下降。

纺织行业为劳动密集型行业，人工成本一般占制造成本的 10%~15%。我国纺织行业起步于劳动力优势，然而近年来我国劳动力成本不断上升，使得纺织企业面临一定的成本控制压力。劳动力成本增加导致我国纺织品价格优势弱化，全球纺织及服装订单也逐步向越南、柬埔寨等成本更低的东南亚国家转移。此外，自 2015 年 1 月 1 日起，中国被排除欧盟受惠国行列，这意味着我国纺织及服装企业对欧盟出口将增加 6%左右的运营成本，价格优势进一步削弱。

总体来看，我国纺织行业竞争激烈，市场需求增长动力依然偏弱；同时，受国内人工成本持续上升、中国被排除欧盟受惠国行列等一系列因素影响，短期内纺织企业仍面临一定的经营压力。2014 年以来，由于国家取消棉花临时收储政策，国内棉花价格不断下降；未来随着国内外棉花价格差距进一步缩减，有助于减轻纺织企业的用棉成本压力。

### **山东省是我国主要的纺织产业聚集地之一，省内大型纺织企业在中高端细分市场上具有竞争优势，但用棉的供需缺口始终是省内纺织企业面临的主要问题**

山东省综合经济实力较强，经济总量在全国位居前列。2016 年，山东省实现地区生产总值 6.7 万亿元，位居全国 31 省区第三名，同比增长 7.6%，增速下降 0.4 个百分点。分季度看，一季度增长 7.3%，上半年增长 7.3%，前三季度增长 7.5%。分产业看，第一产业增加值 4,929.1 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 30,410.0 亿元，增长 6.5%；第三产业增加值 31,669.0 亿元，增长 9.3%。2017 年一季度，山东省实现地区生产总值 1.7 万亿元，同比增长 7.7%，增速提升 0.4 个百分点。山东省工业化程度较高，主要以制造业为主，已形成钢铁、食品、纺织、化工等几大支柱产业，同时依托丰富的矿产和农业资源，在煤炭、石油开采和纺织工业方面形成较强的竞争优势。

山东省是我国黄河流域的产棉省份之一，2015 年棉花总产量 53.7 万吨，占全国总量的 9.6%，2016 年山东棉花总产量 54.8 万吨，占全国总量的 10.3%。基于棉花生产优势，山东省在纺织工业方面形成产业





集群，具备化纤、棉（毛）纺织、色织、印染、服装及纺织机械等门类齐全的完整工业体系。虽然省内同类企业数量较多，但是由于纺织行业细分子行业和产品种类繁多，一般情况下中、小企业受制于技术和产能规模与大型企业较难形成竞争关系，而大型企业之间通过生产协调，各自确立主攻的细分市场，可以较好地避免低价竞争。但相对于不足 100 万吨的自产量，山东省年均用棉量为 450 万吨，用棉供需缺口始终是省内纺织企业需要面对的主要问题。

## 经营与竞争

**公司已形成原棉、纺纱、织布、印染、缝制、终端销售等较为完整的产业链，其中家纺成品、坯布和印染布业务是公司收入和利润的主要来源；2014~2016 年，公司营业收入和毛利润均持续增长**

公司已形成原棉、纺纱、织布、印染、缝制、终端销售等较为完整的产业链，其中家纺成品、坯布和印染布业务是公司收入和利润的主要来源，棉纱和原棉等业务对公司收入和利润形成重要补充，方巾、服装、软件及电力业务归入其他业务。2014~2016 年，公司主营业务稳定发展，营业收入和毛利润均持续增长。

分板块来看，2014~2016 年，公司家纺成品、坯布、印染布和棉纱等主要业务的营业收入和毛利润均逐年上升，主要是因为公司家纺成品、坯布、印染布及棉纱的产能持续增长，使得产销量大幅增加，同时，公司提高产品中天丝、真丝等高端产品占比，售价提升带动收入及毛利润进一步提升。

2014~2016 年，公司原棉板块收入和毛利润有所波动，2014~2015 年，原棉收入主要为公司加工原棉产生的销售收入，2016 年同比增加 1.98 亿元，主要由于公司新增原棉贸易收入 1.54 亿元；同期，其他业务收入和毛利润也有所波动，其中 2015 年其他业务收入和毛利润大幅增加，主要是公司 2015 年新增户外运动装备产品等业务；2016 年其他业务同比减少 25.95%，主要由于公司将户外产品收入重分类至家纺产品所致。

从毛利率水平来看，2014~2016 年，公司毛利率小幅波动，其中家纺成品、坯布、印染布等业务毛利率较为稳定；棉纱业务毛利率有所波动，其中 2016 年同比提升 2.45 个百分点，主要由于棉纱中毛利率较高的亚麻纱产品订单增加所致；原棉业务毛利率逐年下降，主要由于板块中原棉贸易业务收入占比提升所致；其他业务毛利率有所波动，其中 2015 年因新增户外产品业务使毛利率有所提升，2016 年受户外产品业务调整至家纺板块，导致毛利率同比有所下降，但其他业务毛利率始终保持较高水平，主要由于软件业务毛利率较高所致。

2017 年 1~6 月，公司营业收入为 38.97 亿元，同比增长 9.00%，主要由于家纺成品及印染布收入均有所增长，毛利润为 6.04 亿元，同

比增长 18.04%，毛利率为 15.51%，同比提升 1.19 个百分点，主要由于公司增加高端产品占比所致。

**表 2 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司营业收入、毛利润和毛利率情况（单位：亿元、%）**

类别	2017 年 1~6 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>38.97</b>	<b>100.00</b>	<b>71.11</b>	<b>100.00</b>	<b>58.76</b>	<b>100.00</b>	<b>47.15</b>	<b>100.00</b>
家纺成品	12.20	31.31	21.34	30.01	18.11	30.83	16.68	35.37
坯布	12.76	32.74	24.02	33.79	17.07	29.05	16.14	34.23
印染布	7.49	19.23	13.18	18.54	11.39	19.39	8.35	17.71
棉纱	2.81	7.20	5.11	7.19	5.00	8.52	1.64	3.49
原棉	0.87	2.23	2.61	3.67	0.63	1.08	0.83	1.75
其他	2.84	7.29	4.85	6.80	6.55	11.15	3.51	7.44
<b>毛利润</b>	<b>6.04</b>	<b>100.00</b>	<b>9.86</b>	<b>100.00</b>	<b>8.40</b>	<b>100.00</b>	<b>6.67</b>	<b>100.00</b>
家纺成品	2.40	39.66	3.37	34.13	2.88	34.27	2.66	39.90
坯布	1.56	25.85	2.85	28.90	1.90	22.62	1.87	28.12
印染布	1.14	18.79	1.74	17.60	1.41	16.81	1.07	16.07
棉纱	0.28	4.62	0.50	5.12	0.37	4.43	0.13	1.96
原棉	0.08	1.34	0.21	2.16	0.07	0.78	0.10	1.47
其他	0.59	9.75	1.19	12.09	1.77	21.10	0.83	12.48
<b>毛利率</b>	<b>15.51</b>		<b>13.87</b>		<b>14.29</b>		<b>14.14</b>	
家纺成品	19.64		15.77		15.89		15.95	
坯布	12.24		11.86		11.13		11.62	
印染布	15.15		13.16		12.39		12.83	
棉纱	9.95		9.88		7.43		7.94	
原棉	9.29		8.17		10.28		11.84	
其他	20.76		24.54		27.05		23.71	

数据来源：根据公司提供资料整理

总的来看，2014 年以来，公司主营业务稳定发展，收入和毛利润持续增加。预计未来 1~2 年，随着纺织产品新增生产线的建成，公司产品产能将进一步提升，业务规模有望继续扩大。

**随着棉花收储制度的取消，国内棉花价格有所下降，公司棉花采购逐步转变为以国内采购为主；公司电力和蒸汽基本实现自给，具有明显的成本优势**

公司形成原棉、纺纱、织布、印染、缝制、终端销售完整的产业链，主要原材料包括原棉、棉纱、坯布等。

**表 3 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司棉花采购情况（单位：万吨、万元/吨）**

项目	2017 年 1~6 月	2016 年	2015 年	2014 年
采购量	2.71	6.38	6.14	4.61
国外采购量	1.14	2.92	2.35	2.73
国内采购量	1.57	3.46	3.79	1.88
平均采购价格	1.37	1.23	1.21	1.29

数据来源：根据公司提供资料整理

棉花采购成本在纺织企业的成本权重中占到 60%~80%。2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司棉花进口配额分别为 1.53 万吨、0.83 万吨、0.78 万吨和 0.86 万吨；同时由于保税区内的棉纺厂使用进口棉花不受配额限制，公司在青岛保税区设立生产线。2014 年以来，公司棉花采购量持续增加，其中 2015 年，受公司棉纱产能扩大影响，公司棉花采购量同比增加 33.19%，同时受进口配额的减少及收储制度取消导致国内原棉价格下降影响，公司国内棉花采购量占总采购量的比例有所增加，2016 年，受公司在青岛保税区的生产线产能规模扩大影响，公司国外棉花采购量有所增加。

**表 4 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司棉纱采购情况<sup>4</sup>（单位：万吨、万元/吨）**

项目	2017 年 1~6 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
领用自产	1.82	2.37	3.61	2.07	2.84	2.03	2.95	1.97
直接外购	1.57	2.26	2.84	2.36	2.06	2.27	1.24	2.21
合计	3.39	2.32	6.45	2.20	4.90	2.13	4.19	2.04

数据来源：根据公司提供资料整理

公司使用的棉纱主要来自直接外购和领用自产两种渠道，随着公司高端产品占比的提升，公司生产的棉纱原料以高端用途为主，其他原料进行直接外购。2014 年以来，公司棉纱使用量持续增加，主要是因为公司坯布产量增加从而棉纱需求量大幅增加，其中由于公司棉纱生产品种有限导致棉纱外购量持续增长。

公司使用的坯布主要来自直接外购、委托加工和领用自产等渠道，受面料品种不同影响，公司采购均价有一定差异。2014 年以来，公司坯布使用量持续增加，主要是因为印染布产量增加导致坯布需求量增加。直接外购方面，公司与当地企业进行联合招标，主要集中于山东省及周边地区，主要采用预付账款的形式，结算方式以银行承兑汇票及电汇结算为主。此外，委托加工指公司坯布产能有限的情况下，公司将棉纱销售给坯布生产商，再购回坯布进行加工生产，因此委托加工均价为加工费；零单价模式为公司为其他企业提供坯布，公司加工成印染布收取加工费用。

<sup>4</sup> 领用自产为内部核算价格。

**表 5 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司坯布采购情况<sup>5</sup> (单位: 万米、元/米)**

项目	2017 年 1~6 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
直接外购	8,437	11.27	16,631	11.08	14,255	11.25	13,351	12.05
委托加工	2,904	4.15	6,048	4.10	4,878	4.20	5,495	4.41
领用自产	2,257	7.61	4,370	7.06	4,368	7.03	2,379	7.30
零单价	1,841	-	3,647	-	3,962	-	2,854	-
<b>合计</b>	<b>15,466</b>	<b>8.05</b>	<b>30,696</b>	<b>7.82</b>	<b>27,463</b>	<b>7.70</b>	<b>24,079</b>	<b>8.41</b>

数据来源: 根据公司提供资料整理

截至 2017 年 6 月末, 公司具有 2.4 万千瓦的装机容量, 纺织业务所需电力和蒸汽基本实现自给。2014 年以来, 公司主营业务直接使用自有发电, 发电成本约为 0.30~0.45 元/千瓦时, 2017 年以来, 受煤炭价格上涨影响, 公司发电成本同比有所上涨, 但相较于当地的电力供应价格 (0.75~1.00 元/千瓦时), 具有明显的成本优势。同时, 公司对热电厂装备进行不断技术更新, 发电效率提升持续提升, 其中 2015 年, 公司汽轮机组改造及管网改造初步完工, 发电水平大幅提升。此外, 公司自用之外的电、汽对外出售, 其中外售电量主要卖给国家电网, 公司蒸汽对外销售价格约为 210 元/吨。

**表 6 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司电、汽等能源情况**

项目	2017 年 1~6 月	2016 年	2015 年	2014 年
公司发电量 (万千瓦时)	7,548	12,507	11,434	6,642
其中: 自用电量 (万千瓦时)	7,458	12,139	11,285	6,481
公司发电成本 (元/千瓦时)	0.40	0.34	0.34	0.44
公司产汽量 (万吨)	68.44	110.92	78.76	41.36
其中: 自用汽量 (万吨)	25.33	41.22	44.39	37.34

数据来源: 根据公司提供资料整理

**公司主要产品产量持续增长, 产能利用率均保持较高水平, 印染业务居行业领先水平, 蜡布产品工艺技术优势突出; 公司注重环境保护, 采用新技术提升环境排放控制能力**

公司主要生产家纺成品、坯布、印染布和棉纱四类产品。2014 年以来, 公司对原有设备进行持续升级改造并购进先进设备, 家纺成品、坯布、印染布和棉纱等主要产品的产能持续增加。截至 2017 年 6 月末, 公司拥有家纺成品 5,500 万件/年、坯布 25,000 万米/年、印染布 31,000 万米/年、棉纱 60,000 吨/年的生产能力。

<sup>5</sup> 领用自产为内部核算价格; 零单价为其他企业提供坯布, 公司加工成印染布收取加工费用。



**表 7 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司主要产品生产情况**

项目		2017 年 1~6 月	2016 年	2015 年	2014 年
家纺成品	产能（万件/年）	5,500	5,500	5,200	5,000
	产量（万件）	2,697	5,296	5,062	4,786
	产能利用率（%）	98.07	96.29	97.35	95.72
坯布	产能（万米/年）	25,000	25,000	19,000	16,500
	产量（万米）	12,036	24,263	18,614	16,141
	产能利用率（%）	96.29	97.05	97.97	97.82
印染布	产能（万米/年）	31,000	31,000	28,000	25,000
	产量（万米）	15,231	29,857	26,959	23,531
	产能利用率（%）	98.26	96.31	96.28	94.12
棉纱	产能（吨/年）	60,000	60,000	50,000	40,000
	产量（吨）	28,576	57,163	47,814	37,325
	产能利用率（%）	95.25	95.27	95.63	93.31

数据来源：根据公司提供资料整理

2014 年以来，公司家纺成品、坯布、印染布和棉纱产品的产量均持续增加，产能利用率均保持在较高水平。公司印染业务是传统优势业务，印染产品主要分为蜡布、宽幅印花布和普通染色布，在生产工艺、技术研发和环保等方面具有较强的优势。生产工艺方面，截至 2017 年 6 月末，公司拥有 1,800mm 圆网印花生产线 13 条、特宽幅平网印花生产线 7 条、特宽幅数码印花线 5 条、染色生产线 4 条，同时拥有采用国际先进的蓝光、喷墨、喷蜡等数码制网控制技术。此外，公司蜡布产品主要针对非洲市场，秉承“精蜡产品”的理念，已形成高档真蜡防染印花、超级仿蜡印花、金银粉印花、胶浆印花等多个系列产品，自主开发的“冰丝蜡纹真蜡防染印花布”上的“冰丝蜡纹”可在织物上浸染出精细如丝的蜡纹，直接进行碱洗和染蜡纹，打破了“冰丝蜡纹”国外垄断的局面。

**表 8 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司各类印染布年产能情况（单位：万米）**

类别	2017 年 1~6 月	2016 年	2015 年	2014 年
蜡布	8,000	8,000	5,000	5,000
宽幅印花布	13,000	13,000	13,000	10,000
染色布	10,000	10,000	10,000	10,000
<b>合计</b>	<b>31,000</b>	<b>31,000</b>	<b>28,000</b>	<b>25,000</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

技术研发方面，公司拥有专业研发设计人员 936 人，此外，公司以上海为中心，同时在法国、瑞典、美国、荷兰、韩国、尼日利亚等国家和地区建立了设计中心，与国内十余所高校共同成立了产品设计开发工作室；同时建有黄河三角洲纺织科技研究院、智能装备研制中心、工业设计中心三大研发设计机构。截至 2017 年 6 月末，公司共获

得授权专利 52 项，其中发明专利授权 21 项、实用新型 30 项、外观设计 1 项。

环境保护方面，公司依据系统理论，将新鲜水、中间水和印染废水利用作为一个有机整体，从源头控制、末端治理、中水回用三个方面形成“资源—产品—再生资源”新生产模式。公司针对特宽幅棉纺织印染能耗和排放具有关键影响的环节，从工艺、装备、原料和节能等方面进行研发，从而达到环保的效果。

**公司部分产品主要销往海外，面临汇率波动风险；此外公司着力打造愉悦品牌，市场知名度和竞争力不断提高**

公司立足特宽幅印染整理核心业务，向产业链上游和下游不断延伸，现已基本形成原棉、纺纱、织布、印染、缝制、终端销售较为完整的产业链，逐渐实现产业升级。

**表 9 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司主要产品销售情况**

项目		2017 年 1~6 月	2016 年	2015 年	2014 年
家纺成品	销量（万件）	2,658	5,272	5,051	4,785
	其中：国外	1,874	3,718	3,568	3,542
	国内	784	1,554	1,483	1,243
	平均售价（元/件）	45.91	40.47	35.86	34.85
坯布	销量（万米）	9,652	19,893	14,246	13,751
	平均售价（元/米）	13.22	12.08	11.98	11.74
印染布	销量（万米）	6,992	13,521	12,059	9,201
	其中：国外	5,246	10,118	6,701	6,623
	国内	1,746	3,403	5,358	2,578
	平均售价（元/米）	10.72	9.75	9.45	9.08
棉纱	销量（吨）	10,326	21,027	19,457	7,841
	其中：国外	623	1,246	1,271	1,193
	国内	9,703	19,781	18,186	6,648
	平均售价（万元/吨）	2.72	2.43	2.57	2.10

数据来源：根据公司提供资料整理

2014 年以来，公司家纺成品、坯布和印染布产品销量持续增长，其中坯布产品全部销往国内；家纺成品和印染布主要以外销为主，外销区域主要分布在欧洲、美洲和非洲，其中在非洲市场，公司主打蜡染印花产品，全部为自有品牌，主要用于当地生产民族服装；在欧洲市场，公司合作知名客户包括宜家、迪卡侬等，其中公司是宜家纺织产品在中国的最大供应商；在美洲市场，公司下游合作的知名客户包括沃尔玛和斯普林等，以贴牌加工的形式进行合作。公司外销产品结算方式以电汇为主，存在一定汇率波动风险。

**表 10 2016 年公司外销下游前五大客户（单位：万元、%）**

客户	金额	占比
宜家贸易香港有限公司	64,530	9.08
圣美伦集团有限公司	58,047	8.16
SUCCESS UP DEVELOPMENT LIMITED	33,917	4.77
柏莱尔有限公司	23,359	3.29
金源澳门离岸商业服务有限公司	21,924	3.08
<b>合计</b>	<b>201,777</b>	<b>28.38</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

内销方面，公司下游客户渠道较为稳定，与主要客户建立了长期稳定的合作关系，2014~2016 年公司前五大客户金额占比分别为 42.81%、36.97%和 34.43%，下游客户集中度较高，但 2014 年以来客户集中度逐年下降，分散了集中风险。终端销售方面，近年来公司着力打造“愉悦”家纺品牌，涵盖各类家纺制品。根据中国纺织工业联合会信息统计部发布的信息，公司自 2006 年开始连年入选“中国纺织服装竞争力 500 强”、“纺织行业进出口百强”。公司着力打造“愉悦”品牌，市场知名度不断提高，具有一定竞争力。

**表 11 2016 年公司内销下游前五大客户（单位：万元、%）**

客户	金额	占比
山东省惠民县长明织业有限责任公司	37,103	5.22
山东帝纱纺织有限责任公司	33,930	4.77
宜家分拨（上海）有限公司	17,284	2.43
威海润凡纺织品有限公司	17,005	2.39
威海海思纺织品销售有限公司	16,517	2.32
<b>合计</b>	<b>121,839</b>	<b>17.13</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

## 公司治理与管理

### 产权状况与公司治理

截至 2017 年 6 月末，公司注册资本为 20,000 万元，愉悦投资和愉怡投资持有公司股权比例分别为 66.67%和 33.33%，同时刘曰兴持有愉悦投资 40%的股权，是公司的实际控制人。

公司成立了股东会；不设董事会，设执行董事一名，执行董事由股东会选举产生；不设监事会，设执行监事一名，执行监事由股东会选举产生。按照公司章程规定，股东会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划；执行董事执行公司的经营方针以及投资计划，重大人事任免，制定公司基本管理制度以及修改章程等。在人事控制、业务授权和财务管理政策等方面建立了有效的制约机制，公司决策机

构、经营机构、监督机构相互分离、相互制约，企业内部财务控制已经建立财务决策机制、业务权限设置、业绩考核与评价、责任划分、责任追究等制度。

## 战略与管理

### 公司已形成原棉、纺纱、织布、印染、缝制、终端销售等较为完整的产业链，各业务之间协调发展，有利于提升公司整体竞争实力

公司于 2016 年完成重组，现拥有原棉、纺纱、织布、印染、缝制、终端销售较为完整的产业链，各业务之间协调发展，有利于提升公司整体的竞争实力。公司将依靠全面质量管理，逐步提高产品质量水平；同时提高公司的工业设计能力和技术创新能力，并逐步完善营销体系。在原料采购方面，公司通过成立原料工作小组，分析原料市场的动态信息，防范采购的市场风险；在生产方面，公司加大人才引进，提高自主研发能力，根据下游客户的需求调整产品结构；销售方面，公司以“稳定欧美，增强非洲”的思路巩固外销市场，以“坚持中高端市场，加强与一线家纺品牌合作”的思路拓展内销市场。

公司注重产品质量管理，由质量部牵头，公司全员参与，建立了比较健全的产品质量控制体系，确立质量、工程、运营、供应链包杆到部门、机台，层层落实、有效管理。

## 抗风险能力

公司业务涉及原棉、纺纱、织布、印染、缝制、终端销售等较为完整的产业链，各业务之间协调发展，有利于提升公司整体的竞争实力。公司拥有原棉的进口采购配额，同时公司电力和热汽能源基本实现自给，有助于公司的成本控制。印染业务为公司优势业务，其中蜡布产品工艺技术优势突出，经过多年的经营，具备一定的市场占有率。公司主要产品外销比例较高，存在一定汇率波动风险；内销下游客户集中度较高。2014 年以来，随着公司主要产品产销量的增加，公司营业收入逐年增长。综合分析，公司具有很强的抗风险能力。

## 财务分析

公司提供了 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月财务报表。亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>6</sup>对公司 2013~2015 年财务报表进行了三年连审，对 2016 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告，2014~2015 年财务数据来源于 2013~2015 年三年连审审计报告。公司 2017 年 1~6 月财务报表未经审计。

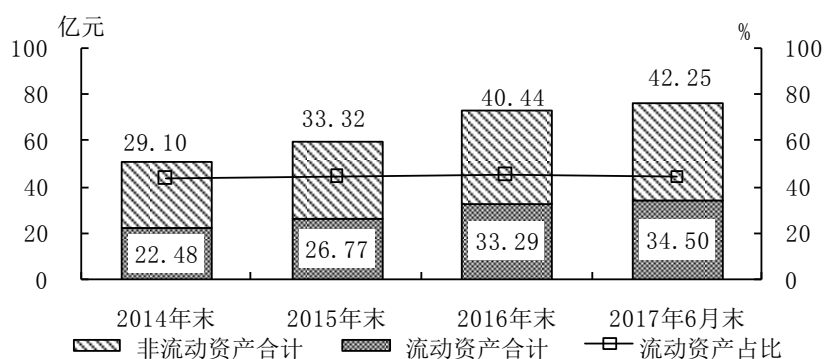
<sup>6</sup> 2016 年 11 月 7 日，河南证监局因亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）河南分所在郑州煤电股份有限公司、河南大陆农牧技术股份有限公司、郑州地产集团有限公司等多个项目的年报审计项目中存在问题，出具警示函的行政监管措施并记入证券期货诚信档案。



## 资产质量

**2014年以来，公司总资产规模持续增长；受限资产中受限货币资金较多，一定程度上减弱了公司的资产流动性**

2014年以来，公司总资产规模持续增长，以非流动资产为主。截至2017年6月末，公司总资产为76.75亿元，较2016年末小幅增长，其中非流动资产占总资产的比重为55.05%。



**图2 2014~2016年末及2017年6月末公司资产构成**

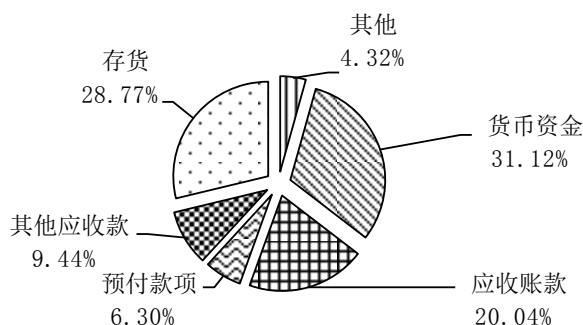
公司流动资产主要由货币资金、存货、应收账款、其他应收款和预付款项等构成。2014~2016年末，公司货币资金持续增长，分别为5.43亿元、7.59亿元和10.36亿元，其中2016年末，货币资金同比增长36.48%，其中其他货币资金6.48亿元，主要为银行承兑汇票及信用证保证金，银行存款3.88亿元；同期，公司存货逐年增长，其中2016年末，存货为9.58亿元，同比增长39.38%，主要由于库存商品增加所致，其中库存商品、原材料和开发产品分别为4.48亿元、3.79亿元和0.53亿元；公司应收账款逐年增长，2016年末为6.67亿元，同比增长26.30%，已计提坏账准备0.08亿元，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账龄在1年以内（含1年）的占比为89.05%，应收账款前五名金额占比为37.35%。

**表12 截至2016年末其他应收款金额前五名情况（单位：万元、%）**

客户名称	与公司关系	金额	账龄	款项内容	占比
山东瀚龙生物科技有限公司	非关联方	5,000	1~2年	保证金	12.75
滨州高新区开发投资有限公司	非关联方	4,869	1年以内	土地出让金	12.42
山东滨州市春华服饰有限公司	非关联方	3,855	3~5年	二手设备款	9.83
应收出口退税	非关联方	2,641	1年以内	出口退税款	6.74
山东无棣经济开发区财政分局	非关联方	2,100	1年以内	土地出让金	5.36
合计	-	18,465	-	-	47.09

2014~2016年末，公司其他应收款有所波动，其中2015年末，其他应收款为3.97亿元，同比增长24.96%，主要由于新增土地出让金及应收的出口退税款增加所致，2016年末，其他应收款为3.14亿元，同比减少20.72%，主要为土地出让金、缴纳的保证金、应收的出口退税

款等，其中采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账龄在 1 年以内（含 1 年）的占比为 49.23%，前五名金额占比为 47.09%，第一大其他应收款为公司向山东瀚龙生物科技有限公司（以下简称“瀚龙科技”）合作开发特殊染料提供的保证金，材料开发完成后瀚龙科技将此款返还给公司，并将开发的材料以低于市场价 30% 的价格销售给公司；同期，公司预付款项有所波动，其中 2016 年末，预付款项为 2.10 亿元，同比减少 15.72%，账龄主要集中在 1 年以内。



**图 3 2016 年末公司流动资产构成**

2017 年 6 月末，公司货币资金为 11.73 亿元，较 2016 年末增长 13.23%，主要是因为公司预收货款增加所致，其中受限货币资金 6.14 亿元，主要为保证金；应收账款为 7.36 亿元，较 2016 年末增长 10.32%，公司其余流动资产主要科目较 2016 年末均变动不大。

公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和在建工程等构成。2014~2016 年末，公司固定资产逐年增长，分别为 15.87 亿元、17.78 亿元和 22.41 亿元，2016 年末，固定资产同比增长 26.04%，主要是新购机器设备及房屋及建筑物增加；同期，无形资产持续增长，其中 2016 年末为 11.67 亿元，同比增长 14.84%，主要以土地使用权为主；在建工程逐年增长，其中 2015 年末，在建工程为 3.37 亿元，同比增加 1.93 亿元，主要是公司 2015 年新增亚麻纺纱车间、喷织车间扩量车间和转杯纺纱机等在建项目，2016 年末，在建工程为 4.51 亿元，同比增加 33.66%，主要是公司 2016 年亚麻车间机器设备及厂房、喷织车间空调系统安装和印染整理面料技改项目等在建增加较多。2017 年 6 月末，公司非流动资产主要科目较 2016 年末均变动不大。

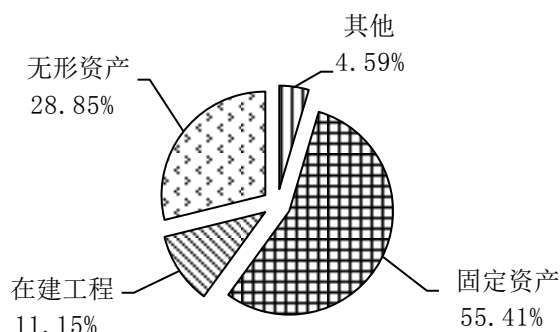


图4 2016年末公司非流动资产构成

截至2017年6月末，公司受限资产为14.60亿元，占总资产的比重为19.02%，占净资产的比重为35.14%，受限资产占净资产比重较高；其中用于抵押取得银行借款的固定资产和无形资产分别为6.56亿元和1.90亿元；公司受限货币资金为6.14亿元，全部为保证金，一定程度上降低了公司的资产流动性。

2014~2016年及2017年1~6月，公司存货周转天数分别为54.82天、46.72天、48.34天和50.41天；应收账款周转天数分别为31.52天、31.31天、30.27天和32.41天，存货周转效率及应收账款周转效率均有所波动。

总的来看，2014年以来，公司总资产持续增长，以非流动资产为主；受限资产中受限货币资金较多，一定程度上减弱了公司的资产流动性；存货周转效率有所波动。

### 资本结构

**2014~2016年末，公司总负债和总有息债务持续增长，以短期有息债务为主，短期偿付压力较大；公司部分对外担保企业盈利能力一般，公司存在一定或有风险**

2014~2016年末，公司总负债持续增长，以流动负债为主，流动负债占比在80%左右。截至2017年6月末，公司总负债为35.19亿元，较2016年末变动不大，其中流动负债占总负债的比重为87.43%。

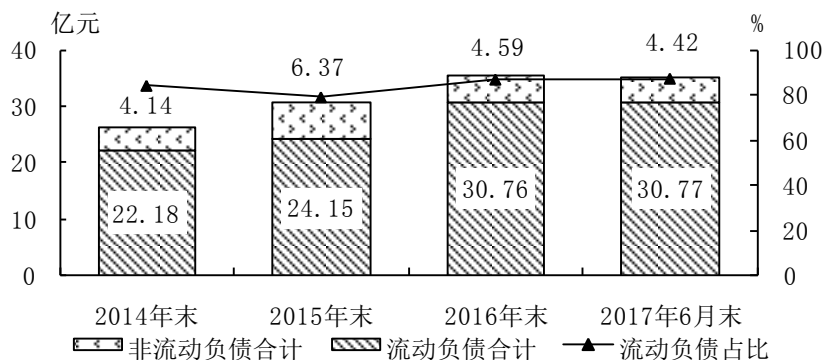
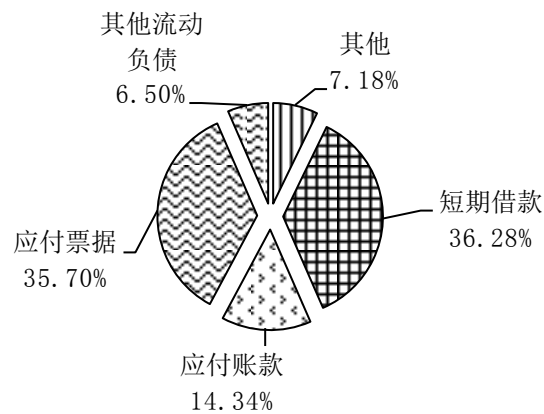


图5 2014~2016年末及2017年6月末公司负债构成

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和其他流动负债等构成。2014年以来，公司短期借款有所波动，其中2015年末，短期借款为9.03亿元，同比减少14.29%，2016年末，短期借款为11.16亿元，同比增长23.63%，其中保证借款、信用借款和抵押借款分别为5.34亿元、3.31亿元和2.51亿元；同期，公司应付票据持续增长，其中2015年末，应付票据为7.81亿元，同比增长39.31%，全部是银行承兑汇票，2016年末，应付票据为10.98亿元，同比增长40.51%，全部是银行承兑汇票，主要是随着公司生产规模不断扩大采用银行承兑汇票方式支付货款增加所致；同期，公司应付账款逐年增长，其中2016年末，应付账款为4.41亿元，同比增长11.38%，主要是应付原材料采购款增长所致，其中账龄在1年以内（含1年）的应付账款占比为93.64%；2016年末，公司新增其他流动负债2.00亿元，为子公司愉悦家纺于2016年10月发行的短期融资券。



**图6 2016年末公司流动负债构成**

2017年6月末，公司应付账款为4.84亿元，较2016年末增长9.61%，主要是因为公司原材料采购增加所致；公司其余流动负债主要科目较2016年末均变动不大。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券等构成。2014~2016年末，公司长期借款持续增长，其中2015年末，长期借款为1.69亿元，同比增加1.27亿元，主要是公司新增抵押借款用于项目建设，2016年末，长期借款为2.16亿元，同比增长27.66%，其中保证借款1.12亿元，抵押借款1.04亿元；2016年末，公司应付债券为1.19亿元，同比减少2.81亿元，主要由于子公司愉悦家纺2012年12月发行的3.00亿元企业债于2016年回售所致。2017年6月末，公司非流动负债主要科目较2016年末均变动不大。

2014~2016年末，公司总有息债务规模持续增长，始终以短期有息债务为主，总有息债务在总负债中的占比较高。2017年6月末，公司总有息债务较2016年末小幅下降，为27.30亿元，在总负债中的占比为77.58%。



**表 13 2014~2016 年末及 2017 年 6 月末公司有息债务构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2017 年 6 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
短期有息债务	23.67	24.58	17.38	16.57
长期有息债务	3.63	3.79	5.69	3.43
<b>总有息债务</b>	<b>27.30</b>	<b>28.37</b>	<b>23.07</b>	<b>20.00</b>
总有息债务在总负债中的占比	77.58	80.27	75.58	75.95
短期有息债务在总有息债务中占比	86.69	86.64	75.32	82.87

从有息债务的期限结构分布来看，截至 2017 年 6 月末，公司总有息债务主要集中在 1 年以内(含 1 年)，在总有息债务中占比为 86.69%，短期有息债务主要由短期借款和应付票据等构成，短期偿付压力较大；长期有息债务主要集中在 1~2 年。

**表 14 截至 2017 年 6 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）**

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	23.67	2.35	0.36	0.18	0.30	0.44	<b>27.30</b>
占比	86.69	8.61	1.32	0.66	1.10	1.61	<b>100.00</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

2014~2016 年末，公司所有者权益持续增长，分别为 25.25 亿元、29.57 亿元和 38.38 亿元；其中注册资本分别为 0.30 亿元、0.30 亿元和 2.00 亿元，主要是股东对公司增资 1.70 亿元所致；资本公积分别为 6.50 亿元、6.50 亿元和 6.87 亿元；未分配利润分别为 17.73 亿元、22.00 亿元和 26.95 亿元。2017 年 6 月末，公司所有者权益为 41.56 亿元；未分配利润为 29.88 亿元，较 2016 年末增长 10.85%，主要是因为公司持续盈利所致；公司资本公积及盈余公积较 2016 年末无变化。

2014 年以来，公司流动比率有所波动，流动资产对短期债务的覆盖程度一般；资产负债率持续小幅下降；长期资产适合率有所波动。

**表 15 2014~2016 年末及 2017 年 6 月末公司部分财务指标（单位：倍、%）**

各项指标	2017 年 6 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
流动比率	1.12	1.08	1.11	1.01
速动比率	0.83	0.77	0.82	0.73
资产负债率	45.86	47.94	50.79	51.04
长期资产适合率	108.83	106.26	107.84	101.02

截至 2017 年 6 月末，公司对外担保余额为 3.54 亿元，担保比率为 8.52%。公司提供了被担保对象 2016 年和 2017 年 1~5 月的财务数据（财务数据详见附注 3），被担保企业中部分企业盈利能力一般，公司存在一定或有风险。

表 16 截至 2017 年 6 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保对象	担保金额	担保期限	是否互保	担保方式	企业性质
华纺股份有限公司	26,400	2016.07.22~2018.05.18	是	保证	国有
山东滨农科技有限公司 <sup>7</sup>	2,000	2017.01.13~2017.07.13	是	保证	民营
山东滨州交运集团有限责任公司	7,000	2016.09.06~2018.01.09	是	保证	- <sup>8</sup>
合计	35,400	-	-	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

综合来看，2014~2016 年末，公司总负债规模持续增长，以流动负债为主，公司总有息债务持续增长，短期有息债务占比较高，短期偿债压力较大，公司部分对外担保企业盈利能力一般，公司存在一定或有风险。

### 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入和利润总额均逐年增长，毛利率水平有所波动；受益于主业的持续发展及良好的费用控制能力，公司整体盈利能力较好

2014~2016 年，随着公司家纺产品的产销量不断扩大，公司营业收入和毛利润均持续增长；毛利率有所波动。

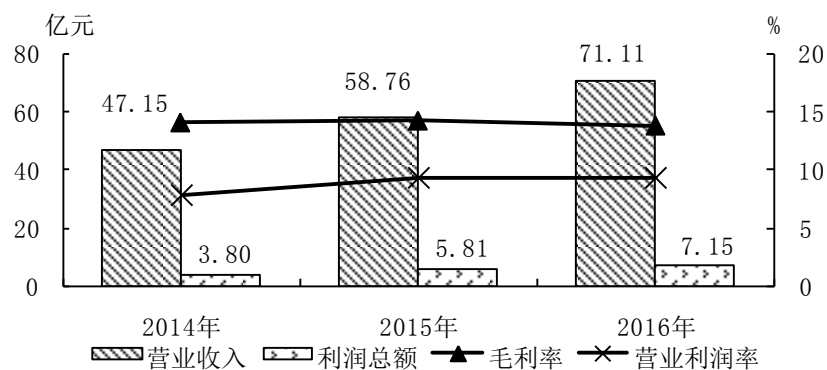


图 7 2014~2016 年公司收入和盈利情况

2014~2016 年，公司期间费用有所波动但整体保持在较低水平，费用控制能力较好，公司销售费用及管理费用变动不大；财务费用有所波动，其中公司实现的利息收入分别为 0.21 亿元、0.20 亿元和 0.16 亿元，主要是公司承兑汇票保证金及协定存款的利息，同时公司计入财务费用的汇兑收益分别为 0.01 亿元、0.18 亿元和 -0.06 亿元。

<sup>7</sup> 公司对山东滨农科技有限公司的担保已到期结束。

<sup>8</sup> 山东滨州交运集团有限责任公司第一大股东为山东滨州交运集团有限责任公司工会职工持股会。

**表 17 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司期间费用情况（单位：万元、%）**

项目	2017 年 1~6 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	4,356	1.12	5,295	0.74	5,592	0.95	5,429	1.15
管理费用	5,943	1.53	9,603	1.35	9,906	1.69	9,471	2.01
财务费用	7,299	1.87	10,845	1.53	9,833	1.67	11,617	2.46
<b>期间费用</b>	<b>17,598</b>	<b>4.52</b>	<b>25,743</b>	<b>3.62</b>	<b>25,331</b>	<b>4.31</b>	<b>26,518</b>	<b>5.62</b>

2014~2016 年，公司资产减值损失有所波动，分别为 0.15 亿元、0.29 亿元和 0.16 亿元，主要为公司计提的坏账损失；营业利润分别为 3.72 亿元、5.45 亿元和 6.62 亿元；营业外收入分别为 0.09 亿元、0.39 亿元和 0.66 亿元，主要为政府补助；利润总额分别为 3.80 亿元、5.81 亿元和 7.15 亿元，净利润分别为 2.86 亿元、4.31 亿元和 5.37 亿元，均逐年增长。同期，公司总资产报酬率分别为 9.90%、11.86%和 11.19%，净资产收益率分别为 11.33%、14.59%和 13.99%，均优于行业优秀值<sup>9</sup>。

2017 年 1~6 月，公司营业收入为 38.97 亿元，同比增长 9.00%，主要由于家纺成品及印染布收入均有所增长，毛利润为 6.04 亿元，同比增长 18.04%，期间费用为 1.76 亿元，期间费用率同比有所上升；营业外收入为 0.05 亿元，同比减少 0.23 亿元；营业利润、利润总额和净利润分别为 4.20 亿元、4.24 亿元和 3.17 亿元，同比分别增加 0.65 亿元、0.45 亿元和 0.31 亿元；总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.41%和 7.63%。

总体来看，受益于主业的持续发展及良好的费用控制能力，公司营业收入和利润总额持续增长。预计未来 1~2 年，公司业务将保持稳定增长。

## 现金流

**2014~2016 年，公司经营性净现金流持续增加，对债务和利息的保障能力较强；投资性净现金流持续为净流出状态，公司未来存在一定资本支出压力和对外筹资需求**

2014~2016 年，公司经营性净现金流分别为 3.31 亿元、4.30 亿元和 4.82 亿元，主要是因为公司销售回款情况增加所致；投资性净现金流分别为-1.55 亿元、-3.67 亿元和-6.13 亿元，持续为净流出状态，主要是因为公司印染整理面料技术改造项目和热电项目持续投入所致；筹资性净现金流分别为-3.81 亿元、-0.51 亿元和 2.77 亿元，其中 2015 年，筹资性现金流净流出同比减少 3.30 亿元，主要由于公司偿还债务支付的现金同比有所减少，2016 年公司筹资性净现金流同比增加 3.28 亿元，主要由于公司借款增加同时发行 2 亿元短期融资券所

<sup>9</sup> 根据 Wind 资讯，2014~2015 年，棉、化纤纺织业全行业总资产报酬率优秀值分别为 7.10%和 7.40%，净资产收益率优秀值分别为 11.10%和 10.50%。

致。同期，公司现金回笼率有所波动，整体处于良好水平，分别为113.58%、115.12%和114.16%。

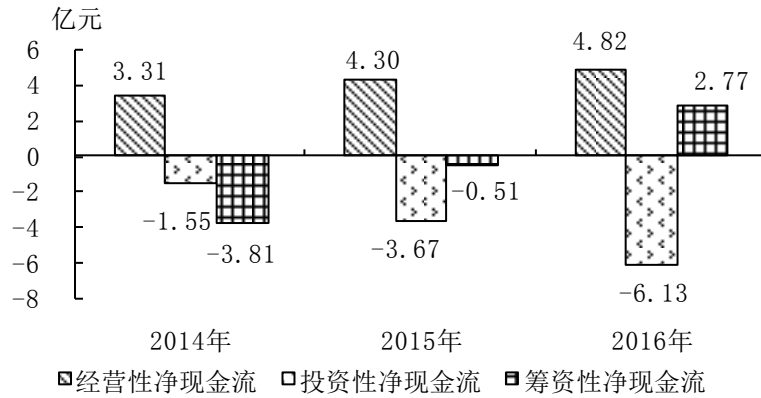


图8 2014~2016年公司现金流情况

2017年1~6月，公司经营性净现金流为5.02亿元，持续为净流入；投资性净现金流为-1.87亿元，持续为净流出状态；筹资性净现金流为-1.44亿元。公司现金回笼率为112.67%，现金回笼水平同比有所提升。

2014年以来，公司经营性净现金流对债务和利息的保障能力有所波动，保持较好水平；EBIT和EBITDA对利息的保障倍数亦有所波动，但均保持在较好水平。

表18 2014~2016年及2017年1~6月公司部分偿债指标 (单位: %、倍)

指标	2017年1~6月	2016年	2015年	2014年
经营性净现金流/流动负债	16.33	17.56	18.56	15.84
经营性净现金流/总负债	14.25	14.64	15.13	13.13
经营性净现金流利息保障倍数	7.34	4.38	3.12	2.37
EBIT利息保障倍数	7.19	7.49	5.18	3.65
EBITDA利息保障倍数	8.61	9.14	6.37	4.65

截至2017年6月末，公司在建工程主要为滨州高新区工业园区供热中心改扩建及配套管网工程项目和麻纤维纺织加工项目，项目总投资为12.97亿元，自筹资金6.27亿元，已累计投资4.47亿元，公司未来需投资8.50亿元，存在一定的资本支出和对外筹资需求。



**表 19 截至 2017 年 6 月末公司未来主要在建工程情况（单位：亿元）**

项目名称	项目 总投资	预计完工 时间	截至 2017 年 6 月末累计投资	未来预计资金投入		
				2017 年 7~12 月	2018 年	2019 年
热电项目	9.20	2020.12	1.00	0.50	2.20	2.50
麻纤维纺织加工项目	3.77	2017.12	3.47	0.30	-	-
<b>合计</b>	<b>12.97</b>	-	<b>4.47</b>	<b>0.80</b>	<b>2.20</b>	<b>2.50</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，2014 年以来，公司经营性现金流持续增加，对债务和利息的保障能力较强；未来存在一定资本支出压力和对外筹资需求。

### 偿债能力

2014 年以来，公司总负债和有息债务规模持续增加，截至 2017 年 6 月末，公司总负债为 35.19 亿元，资产负债率为 45.86%，其中总有息债务为 27.30 亿元，占总负债的比重为 77.58%，以短期有息债务为主，存在一定的短期偿债压力。2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司流动比率分别为 1.01 倍、1.11 倍、1.08 倍和 1.12 倍，速动比率分别为 0.73 倍、0.82 倍、0.77 倍和 0.83 倍，流动资产对流动负债的覆盖程度一般。从经营角度看，2014 年以来，公司收入和利润水平持续增加；经营性净现金流持续增加，对债务的保障程度较强。公司与多家银行建立了良好合作关系。综合来看，公司偿债能力很强。

### 债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业基本信用信息报告》，截至 2017 年 7 月 10 日，公司本部未曾发生信贷违约事件；截至本报告出具日，公司本部在债券市场发行的“17 齐悦 01”尚未到还本付息日，子公司愉悦家纺在公开债券市场发行“12 愉悦债”和“16 愉悦家纺 CP001”，“12 愉悦债”正常付息，部分投资者于 2016 年 12 月 20 日行使回售选择权，“12 愉悦债”回售金额 2.81 亿元，剩余本金 0.19 亿元；“16 愉悦家纺 CP001”未到还本付息日。

### 结论

公司业务涉及原棉、纺纱、织布、印染、缝制、终端销售较为完整的产业链，各业务之间协调发展，有利于提升公司整体的竞争实力。公司拥有原棉的进口采购配额，同时公司电力和热汽能源基本实现自给，有助于公司的成本控制。印染业务为公司优势业务，其中蜡布产品工艺技术优势突出，经过多年的经营，具备一定的市场占有率。近年来，公司着力打造愉悦品牌，市场知名度不断提高。2014~2016 年末，公司资产规模持续增长，资产负债率逐年下降；总有息债务持续增加，以短期有息债务为主，存在一定的短期偿债压力。2014 年以来，



随着公司高端产品占比的提升和主要产品产销量的增加，公司营业收入逐年增长，经营性净现金流对债务和利息的保障能力较好。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。预计未来 1~2 年，公司主营业务保持稳定发展。因此，大公对齐悦科技的评级展望为稳定。

## 跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对山东齐悦科技有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

### 1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

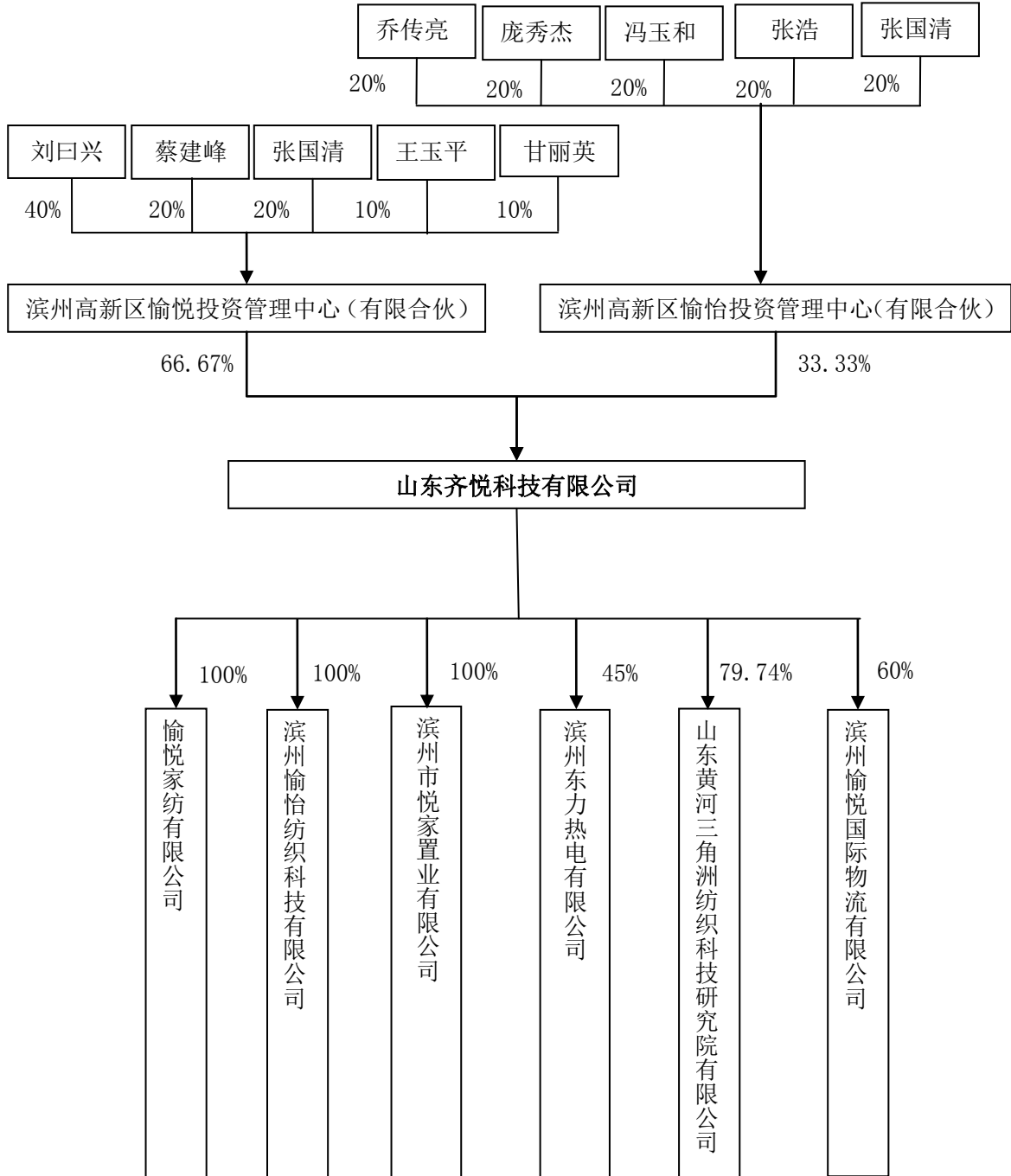
### 2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的定期和不定期跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

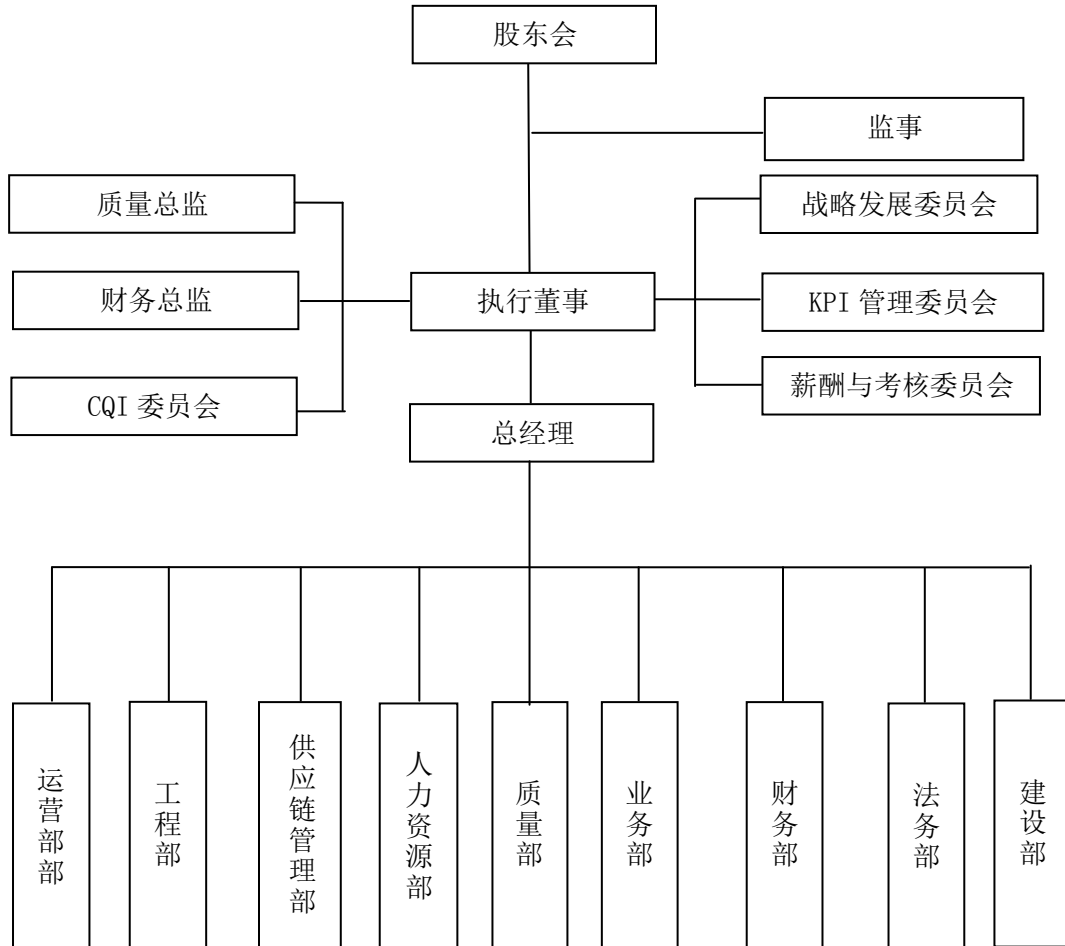
3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 截至 2017 年 6 月末山东齐悦科技有限公司股权结构图





附件 2 截至 2017 年 6 月末山东齐悦科技有限公司组织结构图





### 附件 3 山东齐悦科技有限公司被担保企业主要财务指标

单位：亿元、%

被担保企业	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
<b>2016 年</b>					
山东滨农科技有限公司	23.38	52.30	19.07	1.13	1.08
山东滨州交运集团有限责任公司	17.96	55.40	9.81	0.68	0.71
华纺股份有限公司	27.23	68.90	23.61	0.10	0.72
<b>2017 年 1~5 月（未经审计）</b>					
山东滨农科技有限公司 <sup>10</sup>	24.60	51.89	10.79	0.70	2.13
山东滨州交运集团有限责任公司	20.00	58.12	8.50	0.37	0.91
华纺股份有限公司	27.82	68.57	10.38	0.06	0.17

数据来源：根据公司提供资料整理

<sup>10</sup> 山东滨农科技有限公司提供的数据为 2017 年 1~6 月财务报表。

**附件 4 山东齐悦科技有限公司主要财务指标**

单位：万元

年 份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
资产类				
货币资金	117,314	103,605	75,914	54,255
交易性金融资产	0	263	179	203
应收票据	2,044	648	3,239	224
应收账款	73,616	66,729	52,834	49,377
其他应收款	33,957	31,436	39,655	31,735
预付款项	22,048	20,982	24,897	21,676
存货	88,649	95,775	68,716	61,992
流动资产合计	345,009	332,919	267,655	224,819
可供出售金融资产	1,500	1,500	1,572	1,500
长期股权投资	9,396	9,396	10,928	11,011
投资性房地产	1,862	1,896	1,965	2,034
固定资产	239,742	224,088	177,793	158,745
在建工程	47,296	45,075	33,724	14,415
无形资产	115,226	116,659	101,586	97,917
递延所得税资产	2,552	2,552	2,853	1,922
非流动资产合计	422,484	404,390	333,208	290,976
资产总计	767,493	737,309	600,863	515,795
占资产总额比 (%)				
货币资金	15.29	14.05	12.63	10.52
交易性金融资产	0.00	0.04	0.03	0.04
应收票据	0.27	0.09	0.54	0.04
应收账款	9.59	9.05	8.79	9.57
其他应收款	4.42	4.26	6.60	6.15
预付款项	2.87	2.85	4.14	4.20
存货	11.55	12.99	11.44	12.02
流动资产合计	44.95	45.15	44.55	43.59
可供出售金融资产	0.20	0.20	0.26	0.29
长期股权投资	1.22	1.27	1.82	2.13
投资性房地产	0.24	0.26	0.33	0.39
固定资产	31.24	30.39	29.59	30.78
在建工程	6.16	6.11	5.61	2.79
无形资产	15.01	15.82	16.91	18.98
递延所得税资产	0.33	0.35	0.47	0.37
非流动资产合计	55.05	54.85	55.45	56.41

**附件 4 山东齐悦科技有限公司主要财务指标（续表 1）**

单位：万元

年 份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
<b>负债类</b>				
短期借款	107,442	111,596	90,269	105,316
应付票据	106,250	109,800	78,145	56,095
应付账款	48,363	44,121	39,614	35,942
预收款项	8,272	4,496	9,129	4,529
其他应付款	6,926	6,512	14,960	13,512
应交税费	7,141	6,545	3,692	1,987
一年内到期的非流动负债	3,000	4,420	5,339	4,300
流动负债合计	307,698	307,604	241,536	221,840
长期借款	20,033	21,600	16,920	4,259
应付债券	11,903	11,903	40,000	30,000
递延所得税负债	2,798	2,798	3,326	3,694
非流动负债合计	44,241	45,865	63,668	41,440
负债合计	351,939	353,468	305,204	263,281
<b>占负债总额比 (%)</b>				
短期借款	30.53	31.57	29.58	40.00
应付票据	30.19	31.06	25.60	21.31
应付账款	13.74	12.48	12.98	13.65
预收款项	2.35	1.27	2.99	1.72
其他应付款	1.97	1.84	4.90	5.13
应交税费	2.03	1.85	1.21	0.75
一年内到期的非流动负债	0.85	1.25	1.75	1.63
流动负债合计	87.43	87.02	79.14	84.26
长期借款	5.69	6.11	5.54	1.62
应付债券	3.38	3.37	13.11	11.39
递延所得税负债	0.79	0.79	1.09	1.40
非流动负债合计	12.57	12.98	20.86	15.74
<b>权益类</b>				
实收资本（股本）	20,000	20,000	3,000	3,000
资本公积	68,715	68,715	65,024	65,024
盈余公积	68	68	68	36
未分配利润	298,787	269,532	219,985	177,275
归属于母公司所有者权益	387,571	358,315	288,076	245,334
少数股东权益	27,983	25,526	7,582	7,180
所有者权益合计	415,553	383,841	295,659	252,514



**附件 4 山东齐悦科技有限公司主要财务指标（续表 2）**

单位：万元

年 份	2017 年 6 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
损益类				
营业收入	389,699	711,054	587,572	471,475
营业成本	329,259	612,453	503,593	404,812
销售费用	4,356	5,295	5,592	5,429
管理费用	5,943	9,603	9,906	9,471
财务费用	7,299	10,845	9,833	11,617
营业利润	42,037	66,223	54,475	37,174
利润总额	42,373	71,458	58,138	37,953
所得税费用	10,661	17,749	14,994	9,339
净利润	31,712	53,709	43,145	28,614
归属于母公司所有者的净利润	29,255	49,547	42,742	28,391
占营业收入比 (%)				
营业成本	84.49	86.13	85.71	85.86
销售费用	1.12	0.74	0.95	1.15
管理费用	1.53	1.35	1.69	2.01
财务费用	1.87	1.53	1.67	2.46
营业利润	10.79	9.31	9.27	7.88
利润总额	10.87	10.05	9.89	8.05
净利润	8.14	7.55	7.34	6.07
归属于母公司所有者的净利润	7.51	6.97	7.27	6.02
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	50,247	48,217	42,992	33,141
投资活动产生的现金流量净额	-18,734	-61,286	-36,683	-15,527
筹资活动产生的现金流量净额	-14,440	27,666	-5,114	-38,146
财务指标				
EBIT	49,218	82,474	71,272	51,064
EBITDA	58,937	100,707	87,661	65,172
总有息债务	273,029	283,719	230,673	199,970

**附件 4 山东齐悦科技有限公司主要财务指标（续表 3）**

年 份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
毛利率 (%)	15.51	13.87	14.29	14.14
营业利润率 (%)	10.79	9.31	9.27	7.88
总资产报酬率 (%)	6.41	11.19	11.86	9.90
净资产收益率 (%)	7.63	13.99	14.59	11.33
资产负债率 (%)	45.86	47.94	50.79	51.04
债务资本比率 (%)	39.65	42.50	43.83	44.19
长期资产适合率 (%)	108.83	106.26	107.84	101.02
流动比率 (倍)	1.12	1.08	1.11	1.01
速动比率 (倍)	0.83	0.77	0.82	0.73
保守速动比率 (倍)	0.39	0.34	0.33	0.25
存货周转天数 (天)	50.41	48.34	46.72	54.82
应收账款周转天数 (天)	32.41	30.27	31.31	31.52
经营性净现金流/流动负债 (%)	16.33	17.56	18.56	15.84
经营性净现金流/总负债 (%)	14.25	14.64	15.13	13.13
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	7.34	4.38	3.12	2.37
EBIT 利息保障倍数 (倍)	7.19	7.49	5.18	3.65
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	8.61	9.14	6.37	4.65
现金比率 (%)	38.13	33.77	31.50	24.55
现金回笼率 (%)	112.67	114.16	115.12	113.58
担保比率 (%)	8.52	9.83	15.78	16.85

## 附件 5 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) =  $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) =  $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) =  $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) =  $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) =  $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) =  $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) =  $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 =  $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 =  $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 =  $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) =  $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数<sup>11</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数<sup>12</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) =  $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

---

<sup>11</sup> 半年取 180 天。

<sup>12</sup> 半年取 180 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

## 附件 6 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

**AAA 级**：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 级**：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 级**：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 级**：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 级**：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

**B 级**：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 级**：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 级**：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 级**：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。

### 大公评级展望定义：

**正面**：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

**稳定**：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

**负面**：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。