

上海嘉麟杰纺织品股份有限公司

2014 年公司债券 2018 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
信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【533】号 01

债券简称：14 嘉杰债
增信方式：保证担保
担保主体：中合中小企业
融资担保股份有限公
司
债券剩余规模：2.40 亿
元

债券到期日期：2019 年
03 月 19 日

债券偿还方式：按年付
息、到期一次还本；第 3
年末附公司上调票面利
率选择权和投资者回售
选择权

分析师

姓名：
韩晨皓 陈鹏

电话：
021-51035670

邮箱：
hanchh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司服装家纺
行业主体长期信用评级
方法，该评级方法已披
露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

上海嘉麟杰纺织品股份有限公司

2014 年公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 06 月 08 日	2017 年 05 月 15 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对上海嘉麟杰纺织品股份有限公司（以下简称“嘉麟杰”或“公司”，股票代码“002486”）及其 2014 年 3 月 19 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”或“14 嘉杰债”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 A+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司与主要大客户关系保持稳定，营业收入有所提高；公司资产质量有所改善；中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为本债券提供保证担保仍能有效提升本期债券安全性。同时鹏元也关注到，公司盈利状况较差，且业务盈利空间存在进一步被压缩的可能；公司经营活动现金流表现较差；公司管理层变动较大，业务经营存在一定不确定性；公司客户集中度较高；存在一定汇率风险等风险因素。

正面：

- 公司与主要大客户关系稳定，营业收入有所提高。公司与 ICEBREAKER NZ LTD、POLARTEC,LLC 之间合作关系良好，该两大客户销售规模长期位居公司前两名。2017 年公司客户结构优化方面取得一定成效，2017 年实现营业收入 8.83 亿元，同比增长 21.35%。
- 公司资产质量有所改善。2017 年公司将其持有的湖北嘉麟杰纺织品有限公司、湖北嘉麟杰服饰有限公司及 Challenge Apparels Limited 3 家亏损子公司股权剥离，一定程度改善了公司资产质量。此外，近年公司资产负债率持续下降，负债中有息债务规模也有所下降，截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率为 31.96%。

- **中合担保为本债券提供保证担保仍能有效提升本期债券安全性。**本债券由中合担保提供全额不可撤销保证担保。经鹏元评定，中合担保主体信用评级为 AAA，其为本期债券提供担保仍能提升本期债券的安全性。

关注：

- **公司盈利状况较差，且现有业务盈利空间存在进一步被压缩的可能。**公司作为纺织领域的 ODM 企业，由于自有品牌开拓不足，业务毛利率相对较低。加上我国纺织行业竞争激烈、原材料及人力成本上升、东盟等人力成本较低的国家纺织业产能替代等因素，2017 年公司毛利率为 17.92%，同比下降 2.23 个百分点，营业利润-0.03 亿元，亏损幅度虽有所收窄，但主要系公司处置子公司股权确认了 0.82 亿元投资收益，公司整体盈利状况较差。2018 年一季度，公司综合毛利率降至 14.67%，较 2017 年下降 3.25 个百分点，营业利润-0.23 亿元，现有业务未来盈利空间存在进一步被压缩的可能。
- **公司经营活动现金流表现较差。**2017 年公司经营活动现金净流出 0.25 亿元，较上年显著下降，公司经营活动现金流表现较差。
- **公司管理层变动较大，业务经营存在一定不确定性。**公司高层管理人员调整幅度较大，虽然公司在人员调整过程中保留了部分原高层管理人员，但考虑到新任高管以前并未从事纺织行业，熟悉业务仍需一定时间，需关注公司管理人员变动对生产经营稳定性造成的不确定性影响。
- **公司客户集中度较高。**2017 年，公司来自前五大客户的销售收入占比达 52.35%，占比较高，存在一定风险。
- **公司存在一定汇率风险。**2017 年公司实现海外销售收入 7.24 亿元，占比 81.94%，且前两大客户均为海外客户，2017 年公司产生汇兑损失 913.49 万元，存在一定汇率风险。

发行人主要财务指标：

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	138,027.51	147,897.52	163,203.52	160,846.96
归属于母公司所有者权益合计（万元）	93,664.22	95,529.83	92,874.77	91,420.51
有息债务（万元）	24,013.79	24,016.91	53,701.46	53,856.85
资产负债率	31.96%	35.28%	42.59%	42.12%
流动比率	4.15	3.27	1.87	2.01

速动比率	2.92	2.51	1.31	1.38
营业收入（万元）	18,663.30	88,328.56	72,789.50	70,082.52
投资收益（万元）	460.17	9,685.19	8,305.56	906.20
营业利润（万元）	-2,252.81	-302.60	-3,786.25	-10,365.14
净利润（万元）	-1,841.59	1,788.81	208.15	-11,072.50
综合毛利率	14.67%	17.92%	20.15%	20.49%
总资产回报率	-	1.98%	1.07%	-4.90%
EBITDA（万元）	-	10,380.07	9,419.20	-2,257.25
EBITDA 利息保障倍数	-	3.62	2.93	-0.74
经营活动现金流净额（万元）	-3,180.17	-2,460.16	1,179.38	141.97

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报告，鹏元整理

担保方主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（亿元）	122.48	121.04	77.06
所有者权益（亿元）	86.33	82.69	57.98
期末在保责任余额（亿元）	1,088.79	869.47	488.18
风险准备金覆盖率	1.81%	1.79%	2.41%
净资产放大倍数	12.61	10.51	8.42
累计担保代偿率	2.21%	1.71%	1.35%

资料来源：中合担保2015-2017年审计报告及中合担保提供，鹏元整理

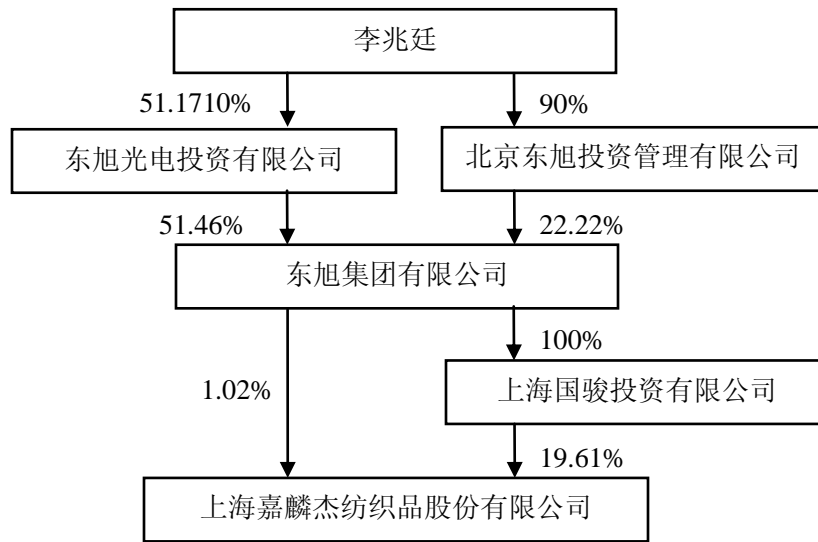
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年3月19日发行5年期3亿元公司债券，募集资金总额3亿元，全部用于补充流动资金，截至2018年3月31日，本债券募集资金已经使用完毕。

二、发行主体概况

2017年，公司注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人均未发生变化，截至2017年末，注册资本、实收资本金额均为83,200万元，控股股东为上海国骏投资有限公司、实际控制人⁶仍为李兆廷。截至2018年3月31日，公司股权结构如下图所示。

图1 截至2018年3月31日公司股权结构图



资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年1月至2018年3月末，公司人事变动较大，主要系2016年11月公司控股股东变动后对高层管理人员的调整，虽然公司在人员调整过程中保留了部分原高层管理人员，但考虑到新进入管理人员以前并未从事纺织行业，业务经营存在一定不确定性，公司重要人事变动情况下表所示。

表1 2017年1月至2018年3月末公司重要人事变更情况

日期	姓名	变更前职务	变更后职务
2017年1月	高建	财务总监	不再担任公司任何职务
	王传雄	董事会秘书	不再担任公司任何职务

⁶ 未取得实际控制人的信用报告

	杨世滨	总经理	董事、总裁
	刘平	董事	不再担任公司任何职务
2017年3月	庄寒冰	证券事务代表	不再担任公司任何职务
2017年11月	凌云	副总经理	不再担任公司任何职务
2018年1月	杨军欣	副总经理	不再担任公司任何职务
2018年3月	郑小将	董事长、董事、总经理、董事会战略委员会主任委员	不再担任公司任何职务

资料来源：公司公告，鹏元整理

2017 年公司将其持有的湖北嘉麟杰纺织品有限公司（以下简称“嘉麟杰纺织”）和湖北嘉麟杰服饰有限公司（以下简称“嘉麟杰服饰”）的全部股权及 Challenge Apparels Limited（以下简称“巴基斯坦嘉麟杰”）的 65% 股权转让给上海远羿实业有限公司（以下简称“远羿实业”）。嘉麟杰纺织主要从事高档织物面料的织染及后整理加工、生产和销售业务，负责湖北嘉鱼高档织物面料及服装生产研发基地的建设运营；嘉麟杰服饰和巴基斯坦嘉麟杰主要从事服装加工业务，其中嘉麟杰服饰负责竹山服装生产基地建设运营，巴基斯坦嘉麟杰负责巴基斯坦生产基地的建设运营。公司转让三家子公司后，产能将有所下滑，但通过将部分业务发包给嘉麟杰纺织和嘉麟杰服饰，一定程度缓解产能下滑的压力。公司因转让上述三家公司股权分别确认投资收益 5,267.12 万元、1,386.65 万元和 1,509.62 万元。2017 年，公司合并范围比上年度增加 2 户，减少 3 户，具体情况如下表所示。截至 2018 年 3 月 31 日，公司主营业务范围未发生变化，仍以纺织面料和成衣制造为主。

表 2 2017 年公司合并报表范围变化情况

1、2017 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式（新设、投资或收购等）
宁波聚泰投资管理有限公司	100.00%	1,000 万元	投资管理	新设
北京旭骏生态科技有限公司	100.00%	1,000 万元	信息传输、计算机服务和软件业	新设

2、2017 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
湖北嘉麟杰纺织品有限公司	100.00%	20,000 万元	高档织物面料的织染及后整理加工,服装服饰产品、特种纺织品的生产和销售	股权转让
湖北嘉麟杰服饰有限公司	100.00%	5,000 万元	服装服饰产品的生产销售	股权转让
Challenge Apparels Limited	65.00%	1,000 万美元	服装加工	股权转让

资料来源：公司 2017 年年报，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为14.79亿元，归属母公司所有者权益为9.55亿元，资产负债率为35.28%；2017年度，公司实现营业收入8.83亿元，利润总额206.92万元，经营活动现金流量净额为-0.25亿元。

截至2018年3月31日，公司资产总额为13.80亿元，归属母公司所有者权益为9.37亿元，资产负债率为31.96%；2018年一季度，公司实现营业收入1.87亿元，利润总额-2,250.33万元，经营活动现金流量净额为-0.32亿元。

三、运营环境

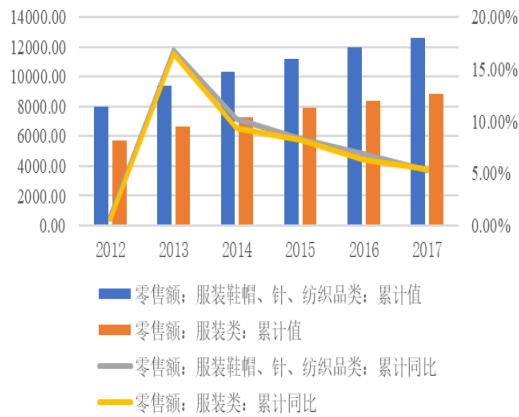
2017年我国纺织行业增长缓慢，纺织品行业企业效益处于低位水平

根据国家统计局数据，2017年我国规模以上纺织业工业增加值同比增速为4.8%，较2016年下降0.1个百分点，规模以上纺织企业累计实现主营业务收入68,935.6亿元，同比增长4.2%，增速较上年提高0.1个百分点；实现利润总额3,768.8亿元，同比增长6.9%，增速较上年提高2.4个百分点。纺织行业增速水平较低。

需求方面，从国内市场需求看，自2013年来，纺织服装（含鞋帽、针、纺织品）需求增速已经连续5年下滑，增速放缓趋势明显。2017年我国限额以上企业服装鞋帽、针、纺织品类零售额为1.26万亿元（服装类为0.89万亿元），同比增长5.27%（服装类同比增长5.40%），增速较2016年下降1.55个百分点（服装类同比增速下降0.89个百分点）。此外，我国服装行业同质化竞争严重，多样化、个性化需求难以深层次挖掘，未来国内服装需求增速提升存在较大压力。

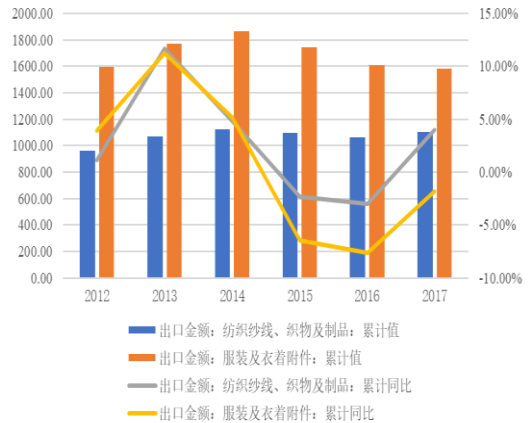
从国外市场需求看，我国纺织品及服装出口继2015年下降4.9%之后，2016年继续下降，且跌幅扩大至5.9%，2017年，纺织品及服装出口总额较2016年小幅增长0.51%，但纺织品及服装出口仍处于调整周期。分产品类型看，2017年纺织纱线、织物及制品出口1,104.87亿美元，较上期增长4.02%，服装及衣着附件出口1,581.09亿美元，较上期下降1.81%。近年中国纺织品及服装出口规模整体呈下降趋势一方面受出口国经济增长缓慢影响，另一方面是因为中国人口红利、环境红利因素正逐渐削弱，后一种原因将成为制约我国出口增长的长期因素。

图2 2012-2017年限额以上企业纺织服装(含鞋帽)企业零售情况(单位:亿元)



资料来源: wind, 鹏元整理

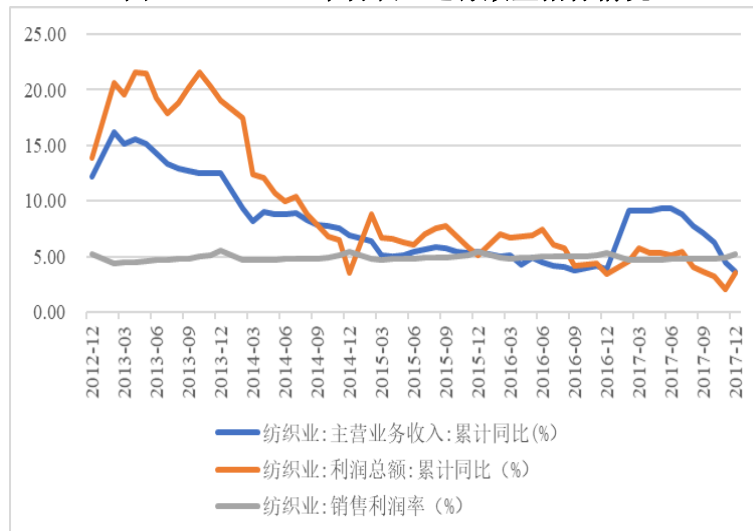
图3 2012-2017年我国纺织品及服装出口情况(单位:亿美元)



资料来源: wind, 鹏元整理

在行业增速缓慢的大背景下,我国纺织行业企业效益处于较低水平,2013-2017年,纺织业销售利润率持续在5%上下波动,行业盈利能力较差。

图4 2013-2017年纺织业运行效益指标情况



资料来源: wind, 鹏元整理

2017年纺织纤维价格仍呈上涨趋势,行业成本负担加重

纺织用纤维包括化学纤维和天然纤维,两者在纺织行业的用量占比约为6:4,其中,化学纤维以涤纶为主(约占纺织用纤维的50%),天然纤维以羊毛、棉花为主。2017年,纺织用纤维价格呈现小幅上涨态势。化学纤维方面,受石油价格上涨影响,涤纶长纤及短纤价格小幅上升;受到棉花产量、棉花种植周期等因素影响,棉花价格仍无下降趋势。纺织制造行业属于劳动密集型行业,人力成本占生产成本比重较高。近年来,我国人口红利

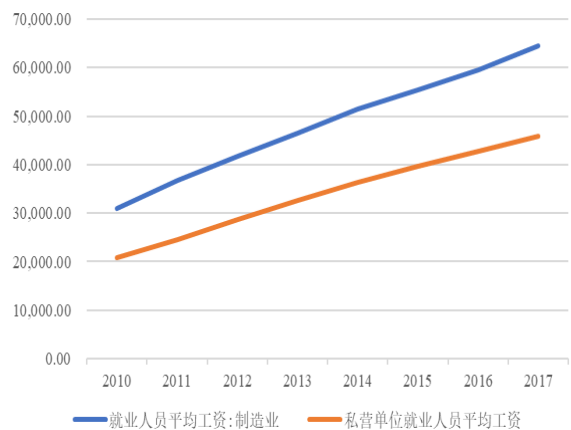
优势逐渐减弱，劳动力成本快速上升，2017年制造业就业人员平均工资为6.45万元，是2010年的2.08倍，进一步增加了纺织业成本压力。

图5 2012-2018年3月主要纺织原材料价格情况（单位：万元/吨）



资料来源：wind，鹏元整理

图6 2010-2017年我国制造业人员工资情况（单位：万元）



资料来源：wind，鹏元整理

由于我国纺织品和服装出口定价能力较弱，在上游成本大幅上升的情况下，纺织服装企业成本负担加重。目前，石油和天然气（石油和天然气系制造涤纶的主要原料）价格持续上涨，涤纶长纤及短纤价格小幅上升，且棉花价格持续维持较高水平，纺织用纤维价格存在进一步涨价的压力，加之我国人力成本近年上升较快、环境保护趋严，纺织行业面临的成本负担日渐加重。

印染行业投资减少，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，2017年规模以上印染企业印染布产量524.59亿米，同比减少1.71%，呈现负增长态势。2017年，印染企业500万元以上项目固定资产投资410.78亿元，同比减少7.14%，印染行业投资下滑一方面因经营压力加大影响，企业投资积极性不足；另一方面，环保成本增加，地方政府对印染企业技改投资的条件提高。

印染行业是纺织产业链中的关键环节，附加值高、技术要求高，也是节能减排、环境保护的重点行业。由于我国排放标准不断提高，且监管力度不断加大，印染行业发展空间收窄。2017年，工信部发布《印染行业规范条件（2017版）》和《印染企业规范公共管理暂行办法》，对印染企业布局区域、工艺装备、质量管理、环境保护和资源综合利用等方面进行指导。布局区域方面，对印染企业建设地点进行严格要求，缺水或水质较差的地区原则上不得新建印染项目。工艺与装备方面，要求印染企业要采用技术先进、节能环保的设备，主要工艺参数实现在线检测和自动控制，禁止使用国家明确规定的淘汰类落后生产

工艺和设备，禁止使用达不到节能环保要求的二手设备。质量管理方面，要求产品质量符合国家或行业标准，产品合格率达95%以上。环境保护和资源综合利用方面，要求印染废水应自行处理或接入集中废水处理设施，实现稳定达标排放，且需依法办理排污许可证，并严格按证排放污染物。2017年，环保要求进一步趋严，其中江苏省启动“263”行动督查，限制污染严重的中小染料企业产能，龙头企业的开工量也明显缩减。2017年9月第四批中央环保督察进驻浙江、山东，大量染料工厂关闭。

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

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

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

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

四、经营与竞争

公司主要从事户外运动功能性面料及成衣的研发、生产与销售业务，生产环节覆盖坯布织造、印染整理及成衣缝制，产品种类包括起绒类面料、纬编羊毛面料、运动型功能面料及相关面料的成衣制品，2017年公司主营业务未发生变化。

2017年公司实现营业收入8.83亿元，同比增长21.35%，主要系公司销售客户结构有所优化，客户订单有所提高。分地区来看，公司营业收入中81.94%来自海外销售，但外销收入占比逐年降低（2015年、2016年分别为93.75%、86.23%），主要系公司国内客户收入增长较快及公司自营品牌“SN”在国内销售收入的增加。分产品看，公司2017年成衣销售收入和面料销售收入规模均有较大增长，较上年分别增长18.36%、32.21%。销售产品仍以成衣为主，成衣销售收入占当期营业收入的78.07%。毛利率方面，因公司面料销售结构变化，2017年面料产品毛利率较上年小幅提升，为18.47%；2017年公司成衣产品毛利率为17.57%，较上年下降3.51个百分点，主要系公司面向中低端客户销售的毛利率较低，且来自中低端客户销售收入占比提升。受成衣产品毛利率下降的影响，公司综合毛利率有所下滑，为17.92%，同比下降2.23个百分点。

表 3 2016-2017 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目		2017 年		2016 年	
		金额	毛利率	金额	毛利率
分地区	外销	72,379.24	20.54%	62,764.84	23.30%
	内销	15,949.32	6.04%	10,024.66	0.38%
	合计	88,328.56	17.92%	72,789.50	20.15%
分产品	成衣	68,960.93	17.57%	58,262.52	21.08%
	面料	19,199.47	18.47%	14,521.60	16.39%
	其他	168.17	99.28%	5.38	100.00%
	合计	88,328.56	17.92%	72,789.50	20.15%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

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

公司作为高端户外运动产品的ODM（Original Design Manufacturer，原始设计制造商）供应商，产品包括起绒类面料、纬编羊毛面料、运动型功能面料及相关面料的成衣制品，其中，面料产品系自主研发，适用范围较广。公司面料、成衣生产均采用订单生产模式，产品销售以直销为主。经过多年深耕细分领域，公司在高端户外运动服装领域形成了一定的知名度，与国际运动服饰品牌ICEBREAKER NZ LTD、POLARTEC,LLC、KATHMANDU LIMITED之间建立了稳定的业务关系，销售收入也主要来自国外市场，2017年来自国外市场的销售收入占营业总收入的81.94%，2017年公司产生汇兑损失913.49万元，存在一定汇率风险。

虽然公司ODM产品定位户外运动高端市场，但公司尚未形成具有一定销售规模的自有终端产品品牌，故公司生产的高端面料或直接出售给客户，或制作成成衣然后由客户贴

牌销售（以自有品牌对外销售的成衣规模偏小），产品附加值较低。目前，公司收入主要来自ICEBREAKER NZ LTD、POLARTEC,LLC、上海莘威运动品有限公司（以下简称“莘威运动”）、UNIQLO CO.,LTD（以下简称“优衣库”）、KATHMANDU LIMITED五大客户，2017年来自前该五大客户的销售收入占当期总收入的比重分别为23.72%、15.18%、5.29%、4.64%和3.52%，合计占比为52.35%，较上年下降6.26个百分点，销售对大客户依赖程度仍较高。受ICEBREAKER NZ LTD资产重组的影响，公司第一大客户销售收入占比大幅下降，较上年下降8.48个百分点。

表 4 2016-2017 年公司前五大客户销售情况（单位：万元）

客户名称	2017 年		2016 年	
	销售额	占比	销售额	占比
ICEBREAKER NZ LTD	20,955.75	23.72%	23,439.46	32.20%
POLARTEC,LLC	13,411.79	15.18%	9,540.94	13.11%
上海莘威运动品有限公司	4,670.55	5.29%	2,177.22	2.99%
UNIQLO CO.,LTD	4,096.18	4.64%	3,618.64	4.97%
KATHMANDU LIMITED	3,112.16	3.52%	3,888.14	5.34%
合计	46,246.43	52.35%	42,664.39	58.61%

资料来源：公司提供，鹏元整理

销量及产能方面，2017年，公司面料、成衣产销量及生产量较2016年均均有较大幅度上升，其中面料销售量和生产量分别同比增长24.63%、35.12%，面料库存量较上期下降12.74%。受到成衣产销量大幅增长的因素，当期成衣库存也呈小幅增长，但成衣库存大部分对应有实际订单，故成衣不存在积压风险。

表 6 2016-2017 年公司面料及成衣销售情况

项目		2017 年	2016 年	同比增长
面料	销售量（万米）	747.31	599.62	24.63%
	生产量（万米）	775.78	574.16	35.12%
	库存量（万米）	83.70	95.92	-12.74%
成衣	销售量（万件）	1,128.15	780.32	44.58%
	生产量（万件）	1,173.59	826.65	41.97%
	库存量（万件）	82.28	78.72	4.52%

资料来源：公司提供，鹏元整理

产品售价和成本方面，受面料产品结构变化的影响，面料平均售价和成本较上年均有所提升，同比分别增长6.07%和3.46%，公司面料毛利率上升2.08个百分点。成衣方面，由于来自莘威运动和优衣库等偏中低端客户销量增加，导致成衣平均售价和成本较上期均显著下滑，且偏中低端客户销售的毛利率较低，导致成衣毛利率较上年下降3.51个百分点。

表 5 2016-2017 年公司面料及成衣销售情况

产品类型	项目	单位	2017 年	2016 年	同比增减
面料	平均售价	元/米	25.69	24.22	6.07%
	平均成本	元/米	20.95	20.25	3.46%
成衣	平均售价	元/件	61.13	74.66	-18.12%
	平均成本	元/件	50.39	58.93	-14.49%

资料来源：公司提供，鹏元整理

成本结构方面，2017年，公司产品成本结构未发生较大变化，原材料和人工工资仍是公司营业成本最主要构成要素，各自占营业成本的比重分别为75.32%、15.57%。公司产品原材料主要为涤纶和羊毛毛条，除了部分功能性涤纶纱线和客户指定的少量辅料在国外采购外，绝大部分原料和辅料均为国内采购，其中涤纶为市场采购，羊毛毛条系来料加工。主要受公司面料和成衣产量增加影响，公司当期原材料成本较上年增长25.47%；同时，纺织业属于劳动密集型行业，公司在人员薪酬制度上采取基本工资加年终奖金的形式，因2017年生产工人工资水平增加，当期人工工资较2016年同比增长了29.88%。目前，我国人口红利正在逐渐削弱、人力成本逐年上升，加上东盟等低人力成本国家产能替代能力逐渐增强，预计公司经营成本压力将会有所加大。

表 6 2016-2017 年公司营业成本构成（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		同比增速
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
原材料	54,605.79	75.32%	43,521.98	74.88%	25.47%
人工工资	11,291.49	15.57%	8,693.86	14.96%	29.88%
折旧	2,715.81	3.75%	2,333.31	4.01%	16.39%
能源	2,578.70	3.56%	2,469.09	4.25%	4.44%
其他	1,309.66	1.80%	1,106.01	1.90%	18.41%
合计	72,501.46	100.00%	58,124.25	100.00%	24.74%

资料来源：公司提供，鹏元整理

总体来看，公司作为定位户外运动产品的ODM企业，产品附加值较低，盈利空间提升有限。同时，考虑到我国纺织行业面临低人力成本国家的竞争，公司经营成本压力逐渐显现，在此背景下公司盈利空间存在进一步被压缩的可能。

公司自营品牌业务规模较小，且对外销售处于持续亏损状态

截至2017年末，公司拥有“SN”自营服饰品牌，“SN”品牌向海外销售主要由子公司Super.Natural Europe Ltd.（以下简称“嘉麟杰瑞士”）负责，2017年嘉麟杰瑞士实现营业收入为2,573.90万元，占公司营业收入的2.91%，实现净利润-342.22万元，一定程度拖累了公司业绩。自营品牌在国内的销售主要由公司本部负责，主要通过电商平台销售，2017

年公司自营品牌在国内销售情况相对较好，公司未来将继续推进“SN”品牌的建设。整体来看，公司自营品牌业务规模较小，且对外销售处于持续亏损状态。

表 7 2016-2017 年嘉麟杰瑞士盈利情况（万元）

项目	2017 年		2016 年	
	收入	净利润	收入	净利润
SN	2,573.90	-342.22	2,306.71	-528.72

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司处置湖北纺织、湖北服饰和巴基斯坦嘉麟杰三家亏损子公司股权，一定程度改善了公司资产质量

公司为满足不同层次客户需求，公司2013年成立嘉麟杰纺织，负责湖北嘉鱼高档织物面料及服装生产研发基地的建设运营，2014年成立嘉麟杰服饰，负责竹山服装生产基地建设运营；2014年成立巴基斯坦嘉麟杰，负责巴基斯坦生产基地的建设运营。受到纺织行业景气度不高的影响，湖北纺织、湖北服饰和巴基斯坦嘉麟杰的规模和产能效应未能全部释放，且在人工、折旧等费用较高的影响下，湖北纺织、湖北服饰和巴基斯坦嘉麟杰呈持续亏损状态。

表 8 2016-2017 年嘉麟杰纺织、嘉麟杰服饰、巴基斯坦嘉麟杰财务状况（单位：万元）

单位名称	总资产		净资产		营业收入		营业利润	
	2017 年	2016 年	2017 年	2016 年	2017 年	2016 年	2017 年	2016 年
湖北嘉麟杰纺织	47,441.65	44,855.03	16,006.35	18,421.96	8,265.17	4,846.08	-2,907.40	-3,523.93
湖北嘉麟杰服饰	11,071.76	9,450.22	197.43	2,399.07	6,023.67	2,285.93	-2,850.75	-2,188.31
巴基斯坦嘉麟杰	11,729.60	8,430.55	-1,228.94	1,561.49	9,086.89	4,126.02	-2,807.94	-2,329.51

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司将持有的嘉麟杰纺织和嘉麟杰服饰100%股权和巴基斯坦嘉麟杰65%的股权转让给远羿实业，分别收到股权转让款2.13亿元、0.17亿元和0.04亿元，共计2.34亿元，并确认投资收益8,163.39万元。随着公司对三家亏损子公司资产的剥离，一定程度改善了公司资产质量。截至2017年末，公司在建项目主要为小额投资项目，未来所需投入资金较少。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告和中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报告，报告均采用新会计准则编制。2017年公司增加合并范围子公司2家，减少合并范围子公司3家，具体情况如表2所示，期末纳入合并范围子公司共8家。

资产结构与质量

受出售子公司股权的影响，公司资产规模有所下降，且资产结构变动较大，流动资产占比大幅上升，整体资产流动性有一定改善

2017年末，公司资产总额为14.79亿元，较上期末减少了1.53亿元，同比下降9.38%。下降幅度较大，主要系公司处置子公司股权所致。从资产结构看，2017年公司资产结构有所调整，流动资产占比有所提高，期末流动资产占资产总额的比重为58.74%，同比上涨27.85个百分点。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货、其他流动资产组成。2017年末，公司货币资金余额为5.25亿元，同比增长220.96%，主要系公司2017年收到处置子公司的股权款和应收款项，期末货币资金无使用受限情况，2018年一季度公司因购买理财产品及偿还股东借款，3月末货币资金余额降至0.70亿元。公司应收账款主要是应收POLARTEC,LLC、ICEBREAKER NZ LTD等客户的货款，2017年末账面价值为1.02亿元，应收账款账龄基本都为1年以内，且主要欠款对象为公司长期合作伙伴，应收账款回收风险较小。2017年末公司存货账面价值为2.03亿元，同比增长35.57%，主要系公司订单的提高；存货中原材料、在产品 and 库存商品账面价值占比分别为18.78%、25.39%、55.83%，因公司根据订单进行生产，成衣均有相应实物订单对应，存货积压风险较小。公司一季度系经营淡季，二、三、四季度部分订单会提前安排在一季度进行生产，故2018年3月末存货规模增至2.27亿元，相比上年同期增长13.50%，较2017年末增长11.82%。2018年3月末，公司其他流动资产账面价值3.40亿元，主要系公司购买的理财产品。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、无形资产组成。2017年末，公司长期股权投资账面价值为2.36亿元，长期股权投资系持有普澜特复合面料（上海）有限公司（以下简称“普澜特”）的48%股权和MASOOD TEXTILE MILLS的25.78%股权，两者系服装生产企业，公司长期股权投资采取权益法进行计量，2017年确认投资收益1,528.19万元，其中对MASOOD TEXTILE MILLS确认的投资收益为1,619.74万元，对普澜特确认的投资收益为-91.56万元。公司固定资产主要为房屋及生产用设备，2017年末账面价值为3.32

亿元，受公司出让子公司股权的影响，固定资产账面价值较2016年末减少58.52%，公司已抵押固定资产账面价值为1.7亿元，占固定资产净值的51.15%，抵押比率较高。

总体来看，受出售子公司股权的影响，2017年公司资产规模有所下降，且资产结构变动较大，流动资产占比大幅上升，整体资产流动性有一定改善。

表 9 2016-2018 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 3 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6,961.86	5.04%	52,493.23	35.49%	16,355.09	10.02%
应收账款	10,293.56	7.46%	10,213.30	6.91%	12,499.32	7.66%
存货	22,748.26	16.48%	20,273.20	13.71%	14,954.54	9.16%
其他流动资产	33,931.92	24.58%	1,105.53	0.75%	3,374.43	2.07%
流动资产合计	76,924.91	55.73%	86,877.49	58.74%	50,416.73	30.89%
长期股权投资	23,882.69	17.30%	23,555.40	15.93%	22,546.10	13.81%
固定资产	32,597.27	23.62%	33,257.03	22.49%	80,169.83	49.12%
非流动资产合计	61,102.60	44.27%	61,020.02	41.26%	112,786.79	69.11%
资产总计	138,027.51	100.00%	147,897.52	100.00%	163,203.52	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报告，鹏元整理

资产运营效率

公司净营业周期有所缩短，总体资产运营效率小幅提升

2017年，公司应收账款规模相比2016年下降18.29%，叠加营业收入增长影响，公司应收账款周转天数有所缩短；2017年公司存货规模虽有所增长，但受公司营业成本增长影响较大，公司存货周转天数小幅缩短；净营业周期相应降至93.12天，较上期缩短21.33天。2017年，公司流动资产规模增长较快，流动资产周转天数较2016年延长了31.94天；2017年固定资产周转天数较上年缩短了159.42天，主要系公司2017年底转让子公司股权导致固定资产规模大幅下降，2017年公司总资产周转天数较上年缩短167.36天，主要系公司营业收入增长所致，公司总体资产运营效率小幅提升。

综上所述，2017年，公司净营业周期较上年有所缩短，总资产周转天数较上年缩短167.36天，主要系公司营业收入增长所致，公司总体资产运营效率小幅提升。

表 10 2016-2017 年公司资产运营效率指标（单位：天）

	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	46.28	63.08
存货周转天数	87.46	94.92
应付账款周转天数	40.63	43.55

净营业周期	93.12	114.45
流动资产周转天数	279.78	247.82
固定资产周转天数	231.15	390.57
总资产周转天数	633.98	801.34

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司2017年营业收入规模有所提高，但实际业务盈利能力仍未改善

公司作为专注户外运动的ODM供应商，营业收入主要来自面料和成衣的销售，2017年公司实现营业收入8.83亿元，同比增长21.35%，主要系公司销售客户结构有所优化，客户订单有所提高。分地区来看，公司营业收入中81.94%来自海外销售，外销收入占比仍较大，但受到国内客户收入增长较快及公司自营品牌“SN”在国内销售收入增加影响，内销收入占比逐渐提高。分产品看，销售产品仍以成衣为主，成衣销售收入占当期营业收入的78.07%。毛利率方面，因公司面料销售结构变化，2017年面料产品毛利率较上年小幅提升，为18.47%；2017年公司成衣产品毛利率为17.57%，较上年下降3.51个百分点，主要系公司面向偏中低端客户销售的毛利率较低，且来自中低端客户销售收入占比提升。受成衣产品毛利率下降的影响，公司综合毛利率有所下滑，为17.92%，同比下降2.23个百分点。2018年一季度公司毛利率为14.67%，主要系第一季度是公司传统销售淡季，出货的品类和出货量都低于全年平均水平，在固定成本基本不变的情况下，毛利率有所下降。

公司期间费用主要为销售费用和管理费用。2017年，公司市场商业发展费及进出口费用有所提高，带动销售费用小幅提升，相比上年提高3.35%。2017年公司管理费用有所降低，相比上年下降9.62%，主要系公司剥离三家子公司股权所致。综合来看，公司期间费用率有所改善，2017年为29.24%，相比上年下降6.97个百分点。投资收益方面，公司2017年共确认9,685.19万元，其中处置嘉麟杰纺织、嘉麟杰服饰和巴基斯坦嘉麟杰的股权，确认8,163.39万元股权处置收益，按权益法核算的长期股权投资产生投资收益1,528.19万元。营业利润受期间费用较大的影响，为-302.60万元。2017年利润总额为206.92万元，但考虑到公司大规模处置子公司股权不具有持续性，且压缩期间费用规模存在一定难度，公司业务实际盈利能力并未改善，2018年一季度继续亏损，利润总额为-0.23亿元。

总体来看，2017年公司营业收入规模较上期有一定增长，但实际业务盈利能力并未改善，未来业绩能否好转面临较大的不确定性。

表 11 2016-2018 年 1-3 月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
----	-----------	-------	-------

营业收入	18,663.30	88,328.56	72,789.50
营业利润	-2,252.81	-302.60	-3,786.25
投资收益	460.17	9,685.19	8,305.56
利润总额	-2,250.33	206.92	-1,478.15
净利润	-1,841.59	1,788.81	208.15
营业收入增长率	31.37%	21.35%	3.86%
净利润增长率	34.53%	759.39%	-
综合毛利率	14.67%	17.92%	20.15%
期间费用率	29.75%	29.24%	36.21%
营业利润率	-12.07%	-0.34%	-5.20%
总资产回报率	-	1.98%	1.07%
净资产收益率	-	1.89%	0.22%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现欠佳，受处置子公司的影响，投资活动现金流入大幅增加

2017年公司收现比为1.04，继续维持在较高水平，销售款回笼情况良好。营运资本方面，受到公司存货大幅增加的影响，占用了公司较多营运资本。整体来看，公司2017年经营活动现金净流入-2,460.16万元，经营活动现金流情况较差。

投资活动现金流方面，因2017年处置部分子公司股权，公司投资活动现金流入同比增长281.19%，公司主要在建项目大部分投资已完成，故2017年投资活动现金流出较少，当期投资活动现金净流入41,366.20万元，较上期显著提高。

筹资活动方面，公司主要通过从股东借款的方式筹集资金，筹资活动现金流入36,941.45万元。受到2017年公司偿还较大规模债务的影响，公司2017年筹资活动现金净流出-2,682.52万元，继续呈流出状态。

表 12 2016-2017 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.04	1.06
净利润	1,788.81	208.15
非付现费用	8,023.97	7,780.91
非经营损益	-8,219.11	-6,747.20
FFO	1,593.67	1,241.86
营运资本变化	-4,053.83	149.20
其中：存货减少（减：增加）	-9,989.40	-3,009.66
经营性应收项目的减少（减：增加）	-2,709.89	-1,361.80

经营性应付项目的增加（减：减少）	8,645.45	4,520.66
经营活动产生的现金流量净额	-2,460.16	1,179.38
投资活动产生的现金流量净额	41,366.20	5,014.37
筹资活动产生的现金流量净额	-2,682.52	-3,581.27
现金及现金等价物净增加额	36,138.15	3,536.09

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

资本结构与财务安全性

受到公司处置子公司股权的影响，公司资产和负债规模均有所下降，所有者权益对负债保障程度有所提升

2017年末，公司负债总额为5.22亿元，较2016年下降24.95%，主要系公司出让子公司股权所致，因公司2018年一季度偿还部分向股东的往来借款，2018年3月末负债总额降至4.41亿元。公司2017年所有者权益波动较小，期末所有者权益规模为9.57亿元，受2018年一季度经营继续亏损影响，2018年3月末公司所有者权益降至9.39亿元。公司2017年末产权比为54.50%，所有者权益对负债保障程度有所提升，2018年3月末该比率为46.98%。

表 13 2016-2018 年 3 月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	44,119.84	52,172.69	69,515.80
所有者权益	93,907.67	95,724.83	93,687.71
产权比	46.98%	54.50%	74.20%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及及未经审计的 2018 年一季度财务报告，鹏元整理

2017年末，公司负债总额为5.22亿元，其中流动负债2.65亿元，占总负债的比重为50.85%，非流动负债2.56亿元，占总负债的比重为49.15%。

公司流动负债主要由应付账款和其他应付款组成。应付账款系应付供应商材料、设备款，2017年末应付账款余额为9,094.22万元，较2016年增加25.08%，主要系公司采购规模的增加。2017年末，公司其他应付款余额1.44亿元，较上年增加1.15亿元，主要系公司向股东借款增加，截至2017年末，公司应付股东的往来借款为1.37亿元，2018年一季度公司向股东偿还部分往来借款，导致2018年3月末其他应付款金额下降至0.74亿元。

公司非流动负债主要为应付本期债券，2017年末余额为2.40亿元，占负债总额的比重为45.93%。

表 14 2016-2018 年 3 月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	10,221.65	14.70%

应付账款	10,175.70	23.06%	9,094.22	17.43%	7,270.67	10.46%
其他应付款	7,419.44	16.82%	14,390.82	27.58%	2,897.10	4.17%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	0.00	0.00%	3,453.47	4.97%
流动负债合计	18,522.62	41.98%	26,528.55	50.85%	27,000.08	38.84%
长期借款	51.09	0.12%	54.21	0.10%	9,815.52	14.12%
应付债券	23,962.70	54.31%	23,962.70	45.93%	29,950.00	43.08%
非流动负债合计	25,597.22	58.02%	25,644.13	49.15%	42,515.73	61.16%
负债合计	44,119.84	100.00%	52,172.69	100.00%	69,515.80	100.00%
有息债务	24,013.79	54.43%	24,016.91	46.03%	53,701.46	77.25%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报告，鹏元整理

2017年末，公司有息负债余额为2.40亿元，较上期末下降2.95亿元，有息负债规模大幅下降，主要系公司转让三家子公司股权后，短期借款、长期借款、一年内到期的非流动负债减少。2017年末有息负债占负债总额的46.03%，较2016年下降31.22个百分点。从有息负债结构看，2017年末公司有息负债主要为应付债券，占有息负债总额比重为99.77%，根据公司2018年5月30日发布的《关于提前兑付“14嘉杰债”未偿付本金及利息的公告》，公司计划于2018年6月22日提前兑付本期债券，本期债券将转为流动负债。

从偿债指标看，公司2017年末资产负债率为35.28%，较上期下降7.31个百分点，负债率有所下降。2017年末，公司流动比率为3.27、速动比率为2.51，流动资产中货币资金规模较大，流动资产对短期债务保障程度较好。截至2018年3月底，公司流动资产中货币资产为0.70亿元，其他流动资产3.40亿元（主要为结构性理财产品，在本期债券兑付前到期），本期债券本息有一定保障。因公司2017年处置持有的嘉麟杰纺织、嘉麟杰服饰和巴基斯坦嘉麟杰的股权，确认投资收益8,163.39万元，带动EBITDA升至1.04亿元、EBITDA利息保障倍数升至3.62。但考虑到公司2017年营业利润仍为负值，且当期盈利状况改善主要是受处置子公司股权影响，公司主营业务盈利状况并未改善，盈利对债务保障能力较低。

表 15 2016-2018 年 3 月公司偿债能力指标

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	31.96%	35.28%	42.59%
流动比率	4.15	3.27	1.87
速动比率	2.92	2.51	1.31
EBITDA（万元）	-	10,380.07	9,419.2
EBITDA 利息保障倍数	-	3.62	2.93
有息债务/EBITDA	-	2.31	5.70
经营性净现金流/流动负债		-0.09	0.04
经营性净现金流/负债总额		-0.05	0.02

资料来源：公司2016-2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

中合担保成立于2012年7月，初始注册资本为51.26亿元。2016年，中合担保以定向增发股份方式增加注册资本人民币20.50亿元，由海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）、海宁宏达股权投资管理有限公司、内蒙古鑫泰投资有限公司分别出资认购19.10亿股、0.80亿股和0.60亿股。截至2018年4月30日，中合担保注册资本为71.76亿元，第一大股东为海航科技，其持股比例为26.62%。截至2018年4月30日，中合担保股权结构如下表所示。

表 16 截至 2018 年 4 月 30 日公司股权结构情况（单位：万元）

股东名称	注册资本	持股比例
海航科技股份有限公司	191,040.00	26.62%
JPMorgan China Investment Company Limited	127,600.00	17.78%
海航资本集团有限公司	120,000.00	16.72%
中国宝武钢铁集团有限公司	105,000.00	14.63%
海宁宏达股权投资管理有限公司	68,000.00	9.47%
中国进出口银行	50,000.00	6.97%
西门子（中国）有限公司	35,000.00	4.88%
内蒙古鑫泰投资有限公司	21,000.00	2.93%
合计	717,640.00	100.00%

资料来源：中合担保提供

中合担保主要从事债券担保、银行贷款担保等融资担保、非融资担保、自有资金投资、投资管理、投资咨询等业务，营业收入主要来源于担保业务和投资业务。随着担保业务在保规模和投资规模的提升，近年中合担保营业收入增长较快，2015-2017 年中合担保实现营业收入分别为 10.69 亿元、14.63 亿元和 15.44 亿元，年均复合增长率为 20.20%，担保业务净收入分别为 5.12 亿元、7.97 亿元和 8.53 亿元，其中扣除分出保费及收入返还的已赚保费分别为 5.00 亿元、7.82 亿元和 8.31 亿元。中合担保投资收益主要来源于可供出售金融资产、指定为公允价值计量且变动计入当期损益金融资产、应收款项类投资及长期股权投资。随着资本实力的增强和投资规模的扩大，近年中合担保投资收益不断增长，2015-2017 年投资收益（含公允价值变动收益）分别为 4.26 亿元、5.90 亿元和 6.40 亿元，年均复合增长率为 22.61%。

表 17 2015 -2017 年中合担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务净收入	85,331.61		79,737.49	-	51,152.92	-

减：分出保费及收入返还	-2,202.35		-1,541.98	-	-1,121.51	-
已赚保费	83,129.26	53.83%	78,195.51	53.45%	50,031.41	46.83%
投资收益	58,926.50	38.16%	47,906.77	32.75%	42,056.20	39.36%
公允价值变动收益	5,056.51	3.27%	11,073.95	7.57%	457.09	0.43%
汇兑收益	-3,034.14	-1.96%	4,955.22	3.39%	6,774.13	6.34%
其他业务收入	10,346.68	6.70%	4,169.80	2.85%	7,518.63	7.04%
小计	154,424.81	100.00%	146,301.25	100.00%	106,837.47	100.00%

资料来源：中合担保 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

中合担保风险准备金计提充分，2015-2017 年计提的担保风险准备金分别为 11.77 亿元、15.60 亿元和 19.74 亿元；风险准备金覆盖率分别为 2.41%、1.79%和 1.81%。代偿方面，近年中合担保代偿规模逐年提升，2015-2017 年当期代偿额分别为 1.37 亿元、4.04 亿元和 4.91 亿元；当期担保代偿率分别为 1.32%、1.97%和 3.42%；2015-2017 年末累计担保代偿率分别为 1.35%、1.71%和 2.21%。随着在保责任余额的提高，中合担保净资产放大倍数逐年上升，2015-2017 年分别为 8.42、10.51 和 12.61。按照《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》的规定，截至 2017 年末中合担保风险调整在保责任余额 399.09 亿元，其中融资性风险调整在保责任余额 373.65 亿元，风险调整的融资担保净资产放大倍数为 4.33 倍，符合融资担保在保责任余额不超过净资产 10 倍的监管要求。

截至 2017 年 12 月 31 日，中合担保资产总额为 122.48 亿元，所有者权益合计 86.33 亿元，资产负债率为 29.52%；2017 年度，中合担保实现营业收入 15.44 亿元，利润总额 8.09 亿元，经营活动现金流净额为-0.31 亿元。

表 18 2015-2017 年中合担保主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（亿元）	122.48	121.04	77.06
所有者权益合计（亿元）	86.33	82.69	57.98
资产负债率	29.52%	31.69%	24.76%
营业收入（亿元）	15.44	14.63	10.69
利润总额（亿元）	8.09	6.89	5.83
综合毛利率	52.30%	46.91%	54.23%
净资产收益率	7.24%	7.52%	7.92%
经营净现金流（亿元）	-0.31	0.90	2.31
当期担保责任增加额（亿元）	362.99	586.67	288.70
期末在保责任余额（亿元）	1,088.79	869.47	488.18
担保风险准备金（亿元）	19.74	15.60	11.77
净资产放大倍数	12.61	10.51	8.42
风险调整的融资担保净资产放大倍数	4.33	3.71	3.68

累计担保代偿率	2.21%	1.71%	1.35%
---------	-------	-------	-------

资料来源：中合担保 2015-2017 年审计报告及中合担保提供，鹏元整理

经鹏元综合评定，中合担保主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

七、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保余额为21,950万元，系为嘉麟杰纺织和嘉麟杰服饰提供信用担保，担保金额分别为21,000万元和950万元。2017年12月，公司将嘉麟杰纺织和嘉麟杰服饰转让给远羿实业后，由远羿实业为上述担保提供反担保，公司或有负债相对可控。

八、评级结论

2017年，公司与主要大客户合作关系稳定，实现营业收入8.83亿元，同比增长21.35%，公司剥离嘉麟杰纺织、嘉麟杰服饰、巴基斯坦嘉麟杰三家亏损子公司后，资产质量有所改善，此外，近年公司资产负债率持续下降，负债中有息债务规模也有所下降，截至2018年3月底，公司资产负债率为31.96%，且中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能够继续有效增强了本债券的安全性。但我们也关注到，公司盈利状况较差，且现有业务盈利空间存在进一步被压缩的可能；公司经营活动现金流表现较差；公司管理层变动较大，业务经营存在一定不确定性；公司客户集中度较高且存在一定汇率风险。

综上，鹏元对公司及本债券的2018年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AAA，发行主体长期信用等级维持为A+，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	2018年3月	2017年	2015年	2014年
货币资金	6,961.86	52,493.23	16,355.09	13,441.08
应收票据	119.21	297.15	447.21	-
应收账款	10,293.56	10,213.30	12,499.32	13,008.76
预付款项	2,479.36	1,928.61	2,316.18	2,330.04
其他应收款	211.11	386.85	469.95	1,478.78
应收股利	179.62	179.62	-	-
存货	22,748.26	20,273.20	14,954.54	15,695.37
其他流动资产	33,931.92	1,105.53	3,374.43	3,843.94
流动资产合计	76,924.91	86,877.49	50,416.73	49,797.97
长期股权投资	23,882.69	23,555.40	22,546.10	22,038.39
固定资产	32,597.27	33,257.03	80,169.83	77,770.17
在建工程	15.54	15.54	1,146.61	1,924.12
无形资产	1,083.64	1,091.55	4,897.65	4,991.05
长期待摊费用	305.19	381.48	597.18	1,371.42
递延所得税资产	2,931.75	2,408.59	3,429.42	2,953.84
其他非流动资产	286.53	310.43	-	-
非流动资产合计	61,102.60	61,020.02	112,786.79	111,048.98
资产总计	138,027.51	147,897.52	163,203.52	160,846.96
短期借款	-	-	10,221.65	12,463.82
应付票据	-	-	39.13	-
应付账款	10,175.70	9,094.22	7,270.67	6,791.41
预收款项	235.93	412.99	134.69	185.19
应付职工薪酬	283.73	368.32	721.56	596.29
应交税费	407.83	914.31	532.17	459.65
应付利息	0.00	1,347.90	1,729.64	1,787.82
其他应付款	7,419.44	14,390.82	2,897.10	1,433.38
一年内到期的非流动负债	-	-	3,453.47	1,021.05
流动负债合计	18,522.62	26,528.55	27,000.08	24,738.61
长期借款	51.09	54.21	9,815.52	10,569.32
应付债券	23,962.70	23,962.70	29,950.00	29,750.00
长期应付款	-	-	221.69	52.66
递延收益	1,583.43	1,627.23	2,528.51	2,631.29
非流动负债合计	25,597.22	25,644.13	42,515.73	43,003.28
负债合计	44,119.84	52,172.69	69,515.80	67,741.89

股本	83,200.00	83,200.00	83,200.00	83,200.00
资本公积	201.46	201.46	201.46	201.46
其它综合收益	-791.23	-802.97	-662.75	-931.17
盈余公积	4,800.20	4,800.20	4,800.20	4,800.20
未分配利润	6,253.79	8,131.14	5,335.86	4,150.02
归属于母公司所有者权益合计	93,664.22	95,529.83	92,874.77	91,420.51
少数股东权益	243.45	195.00	812.95	1,684.55
所有者权益合计	93,907.67	95,724.83	93,687.71	93,105.06
负债和所有者权益总计	138,027.51	147,897.52	163,203.52	160,846.96

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	18,663.30	88,328.56	72,789.50	70,082.52
其中：营业收入	18,663.30	88,328.56	72,789.50	70,082.52
二、营业总成本	21,498.17	99,435.57	84,881.31	81,353.86
其中：营业成本	15,925.60	72,501.46	58,124.25	55,721.72
税金及附加	26.38	388.05	294.25	118.99
销售费用	2,809.97	8,510.60	8,235.04	9,550.82
管理费用	1,877.11	13,069.50	14,460.72	13,509.04
财务费用	864.71	4,247.51	3,664.32	2,452.30
资产减值损失	-5.61	718.45	102.73	0.99
投资收益	460.17	9,685.19	8,305.56	906.20
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	345.24	1,528.19	980.59	906.20
资产处置收益	0.08	-0.15	-	-
其他收益	121.81	1,119.37	-	-
三、营业利润	-2,252.81	-302.60	-3,786.25	-10,365.14
加：营业外收入	9.34	571.35	2,551.96	510.67
其中：非流动资产处置利得			66.30	37.53
减：营业外支出	6.86	61.83	243.86	1,198.50
其中：非流动资产处置损失			223.04	1,176.04
四、利润总额	-2,250.33	206.92	-1,478.15	-11,052.97
减：所得税	-408.74	-1,581.89	-1,686.30	19.54
五、净利润	-1,841.59	1,788.81	208.15	-11,072.50
减：少数股东损益	35.75	-1,020.66	-977.69	-840.55
归属于母公司所有者的净利润	-1,877.34	2,809.47	1,185.84	-10,231.95

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	18,485.15	91,951.05	77,086.93	72,806.29
收到的税费返还	2,252.71	7,939.57	6,005.53	5,119.90
收到其他与经营活动有关的现金	289.02	1,859.33	4,044.36	712.62
经营活动现金流入小计	21,026.88	101,749.95	87,136.83	78,638.81
购买商品、接受劳务支付的现金	15,885.68	67,207.62	49,632.36	42,092.78
支付给职工以及为职工支付的现金	5,284.68	25,848.06	23,253.49	22,113.11
支付的各项税费	1,030.30	1,842.30	1,855.21	2,245.38
支付其他与经营活动有关的现金	2,006.39	9,312.13	11,216.40	12,045.57
经营活动现金流出小计	24,207.05	104,210.11	85,957.45	78,496.84
经营活动产生的现金流量净额	-3,180.17	-2,460.16	1,179.38	141.97
收回投资收到的现金	33,000.00	8,520.32	5,897.77	3,000.00
取得投资收益收到的现金	121.83	-	374.90	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.88	961.00	180.15	268.18
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	22,076.73	8,513.97	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	25,491.00	0.00	331.80
投资活动现金流入小计	33,122.71	57,049.05	14,966.79	3,599.98
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	564.24	7,452.27	7,492.48	20,449.16
投资支付的现金	66,000.00	8,230.58	2,459.93	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	-	0.00	800.00
投资活动现金流出小计	66,564.24	15,682.85	9,952.42	21,249.16
投资活动产生的现金流量净额	-33,441.53	41,366.20	5,014.37	-17,649.19
吸收投资收到的现金	0.00	-	260.00	0.50
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	-	260.00	0.50
取得借款收到的现金	384.15	4,362.70	31,079.50	29,845.77
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	32,578.75	711.52	83.77
发行债券收到的现金	0.00	-	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	384.15	36,941.45	32,051.02	29,930.04
偿还债务支付的现金	388.39	20,361.02	32,121.98	24,488.78
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,800.58	3,217.72	3,510.31	4,306.78
支付其他与筹资活动有关的现金	7,000.09	16,045.24	0.00	834.30
筹资活动现金流出小计	9,189.06	39,623.97	35,632.29	29,629.87

筹资活动产生的现金流量净额	-8,804.91	-2,682.52	-3,581.27	300.17
汇率变动对现金的影响	-104.76	-85.37	923.61	1,294.28
现金及现金等价物净增加额	-45,531.37	36,138.15	3,536.09	-15,912.77
期初现金及现金等价物余额	52,493.23	16,355.09	12,819.00	28,731.77
期末现金及现金等价物余额	6,961.86	52,493.23	16,355.09	12,819.00

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	1,788.81	208.15	-11,072.50
加：资产减值准备	718.45	102.73	0.99
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,764.96	6,842.04	4,986.79
无形资产摊销	140.59	140.65	119.63
长期待摊费用摊销	399.97	695.49	646.97
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.15	156.73	1,138.51
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	45.08	-	-
财务费用	3,042.12	3,254.88	2,189.91
投资损失	-9,685.19	-8,305.56	-906.20
递延所得税资产减少	-1,621.26	-1,853.25	-42.64
存货的减少	-9,989.40	-3,009.66	1,587.03
经营性应收项目的减少	-2,709.89	-1,361.80	-1,184.87
经营性应付项目的增加	8,645.45	4,520.66	2,741.66
其他	-	-211.69	-63.30
经营活动产生的现金流量净额	-2,460.16	1,179.38	141.97
现金的期末余额	52,493.23	16,355.09	12,819.00
减：现金的期初余额	16,355.09	12,819.00	28,731.77
现金及现金等价物净增加额	36,138.15	3,536.09	-15,912.77

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	14.67%	17.92%	20.15%	20.49%
期间费用率	29.75	29.24%	36.21%	36.40%
营业利润率	-12.07%	-0.34%	-5.20%	-14.79%
总资产回报率	-	1.96%	1.07%	-4.90%
净资产收益率	-	2.98%	1.29%	-11.18%
有息债务（万元）	24,013.79	24,016.91	53,701.46	53,856.85
资产负债率	31.96%	35.28%	42.59%	42.12%
流动比率	4.15	3.27	1.87	2.01
速动比率	2.92	2.51	1.31	1.38
EBITDA（万元）	-	10,380.07	9,419.20	-2,257.25
EBITDA 利息保障倍数	-	3.62	2.93	-0.74
应收账款周转天数	-	46.28	64.18	67.21
存货周转天数	-	87.46	94.92	106.53
应付账款周转天数	-	40.63	43.67	40.55
净营业周期（天）	-	93.12	115.43	133.19
流动资产周转天数	-	279.78	247.82	308.72
固定资产周转天数	-	231.15	390.57	315.70
总资产周转天数	-	633.98	801.34	839.42
非付现费用（万元）	-	8,023.97	7,780.91	5,754.38
非经营损益（万元）	-	-8,219.11	-6,747.20	2,379.60
FFO（万元）	-	1,593.67	1,241.86	-2,938.54
营运资本变化（万元）	-	-4,053.83	149.2	3,143.80

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
上海嘉麟杰服饰有限公司	200 万元	100.00%	服装服饰生产加工
上海嘉麟杰纺织科技有限公司	662.17 万元	100.00%	生产各类高档服装及服饰品
上海嘉麟杰企业发展有限公司	12,000 万元	100.00%	投资管理
SCT 日本株式会社	8,920 万日元	98.65%	各种服装服饰产品的销售
连云港冠麟服饰有限公司	800 万元	100.00%	服装制造、销售
Super.Natural Europe Ltd.	120 万瑞士法郎	90.00%	各种服装服饰产品的销售
宁波聚泰投资管理有限公司	1,000 万元	100.00%	投资管理
北京旭骏生态科技有限公司	1,000 万元	100.00%	信息传输、计算机服务和软件业

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券

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。