



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

山东齐悦科技有限公司

主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告

CREDIT RATING REPORT





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）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存续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。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。



评级报告导读

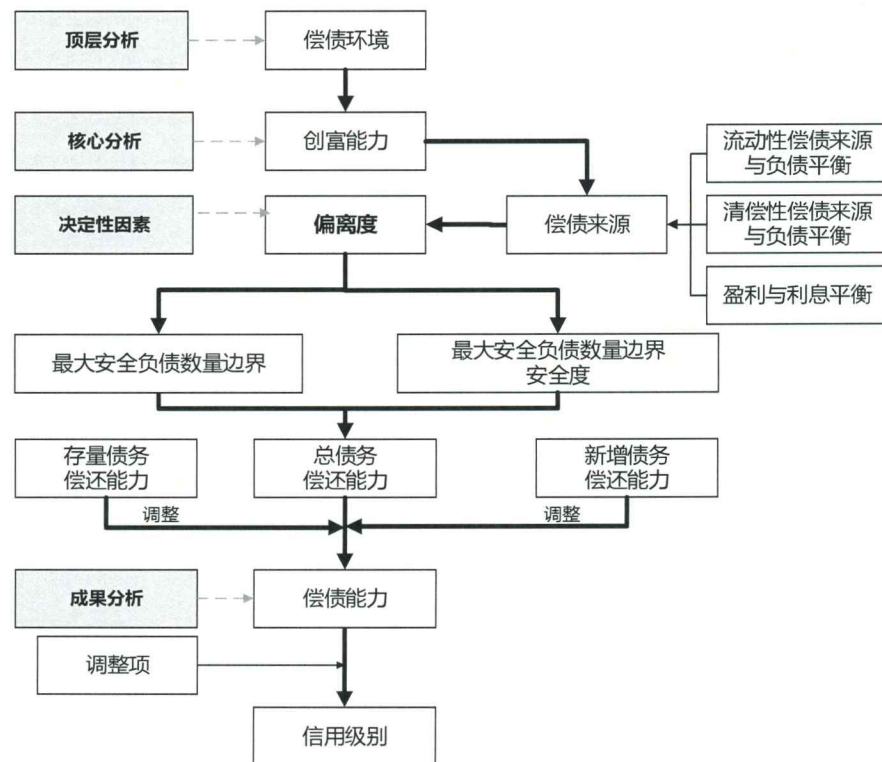
评级报告逻辑

评级结论回答的是债务人未来一定时期最大安全负债数量边界及其安全度，它由以财富创造能力为基石的偿债来源偏离度所决定。

偏离度是大公信用评级核心思想。偏离度是指以财富创造能力为基石每一种偿债来源与财富创造能力的距离，距离越远风险越大。偿债来源按照自主性和可靠性排序为：盈利、经营性现金流、债务收入、外部支持、可变现资产、外汇收入、货币发行。

评级报告依次分析偿债环境、财富创造能力和偿债来源，得到偿债来源偏离度，以此为核心测算出最大安全负债数量边界及其安全度，并最终得到偿债能力分析结论。

大公力求精准量化债务人偿债风险，体现的数字评级逻辑如下：



跟踪评级说明

根据大公承做的山东齐悦科技有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。



◆ 评定等级

主体信用					
跟踪评级结果	AA	评级展望	稳定		
上次评级结果	AA	评级展望	稳定		
债项信用					
债券简称	额度 (亿元)	年限 (年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17 齐科 01	3.3	5 (3+2)	AA	AA	2017.08

◆ 主要观点

大公将山东齐悦科技有限公司（以下简称“齐悦科技”或“公司”）“17 齐科 01”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。本次评级结果反映齐悦科技面临的偿债环境良好，财富创造能力稳定，偿债能力很强。主要理由阐述如下：

1、公司仍面临较好的偿债环境。全球经济加快复苏，纺织出口实现回暖；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。

2、显著的品牌优势和研发实力使公司财富创造能力进一步提升。2017 年公司主要产品产量持续增长，产能利用率仍保持较高水平；公司电力和蒸汽基本实现自给，具有明显的成本优势。

3、公司流动性偿债来源较为多元，且总体充足，偿债来源与公司财富创造能力偏离度适中；但公司受限货币资金较多，一定程度上影响资产流动性。

4、公司偿债能力很强，流动性来源对流动性损耗具有一定的保障能力；有息债务以短期有息债务为主，公司债务结构有待改善，但盈利能力对利息提供很好的保障。



◆ 优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 1、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仍具有竞争优势；
- 2、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；
- 3、2017 年公司主要产品产量继续增长，产能利用率仍保持较高水平；
- 4、公司印染业务始终居行业领先水平，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仍不断提高。

主要风险/挑战:

- 1、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、行业竞争依然很激烈；
- 2、公司部分产品主要销往海外，始终面临汇率波动风险；
- 3、公司受限资产中受限货币资金仍较多，一定程度上减弱了公司的资产流动性；
- 4、2017 年以来，公司总有息债务规模继续增长，以短期有息债务为主，短期偿债压力仍然较大。



◆ 主要财务数据与核心指标

(单位:人民币亿元、%)

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	86.79	73.73	60.09
所有者权益	45.08	38.38	29.57
总有息债务	34.55	28.37	23.07
营业收入	93.45	71.11	58.76
净利润	6.84	5.37	4.31
经营性净现金流	8.87	4.82	4.30
毛利率	14.19	13.87	14.29
总资产报酬率	12.34	11.19	11.86
债务资本比率	43.39	42.50	43.83
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	9.06	9.14	6.37
经营性净现金流/总负债	23.03	14.64	15.13

注: 公司提供了 2017 年财务报表。亚太 (集团) 会计师事务所 (特殊普通合伙) 对公司 2017 年财务报表进行了审计, 出具了标准无保留意见的审计报告。由于会计政策变更, 利润表新增“资产处置收益”项目和“其他收益”项目, 因此公司 2016 年利润表数据采用 2017 年追溯调整后的数据。

评级小组负责人: 韩光明
联系电话: +86-10-51087768
传真: +86-10-84583355
地址: 中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层

评级小组成员: 王梦晗 栗婧岩
客服电话: + 86-4008-84-4008
Email: dagongratings@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司
二〇一八年六月二十二日



基本经营

（一）主体概况与公司治理

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。截至 2017 年末,共有 16 家子公司纳入公司合并范围。

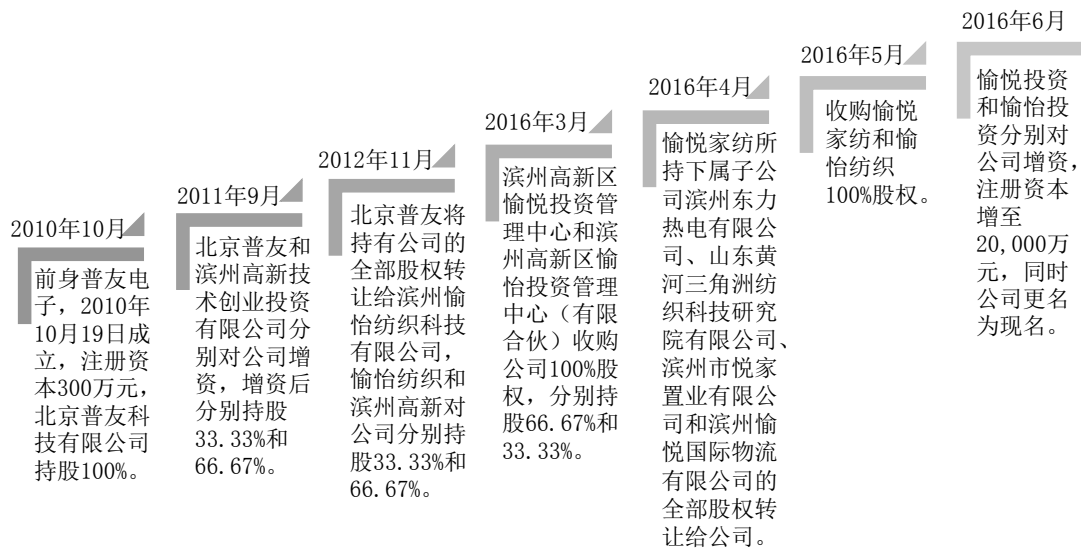


图 1 公司历史沿革

数据来源: 根据公司提供资料整理

公司建立了较为规范的法人治理结构。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。

（二）盈利模式

公司主营家纺成品、印染布、棉纱及坯布等相关业务, 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、坯布和印染布业务仍然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。截至 2017 年末，公司拥有家纺成品 5,500 万件/年、坯布 25,000 万米/年、印染布 35,000 万米/年、棉纱 60,000 吨/年的生产能力。

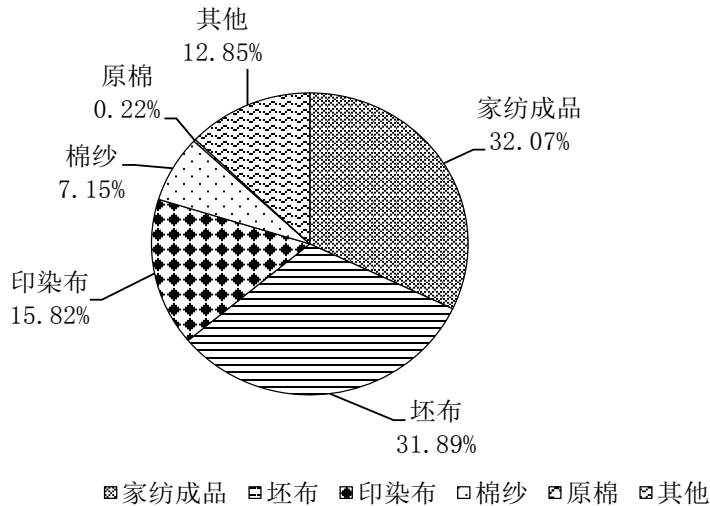


图 2 2017 年公司各板块营业收入构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

（三）股权链

截至 2017 年末，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。

（四）信用链

截至 2017 年末，总负债为 41.71 亿元，其中总有息债务为 34.54 亿元，占总负债比重为 82.81%；公司债务来源包括银行借款、发行债券等，公司共获得银行授信额度 45.50 亿元，尚未使用授信额度为 25.70 亿元。

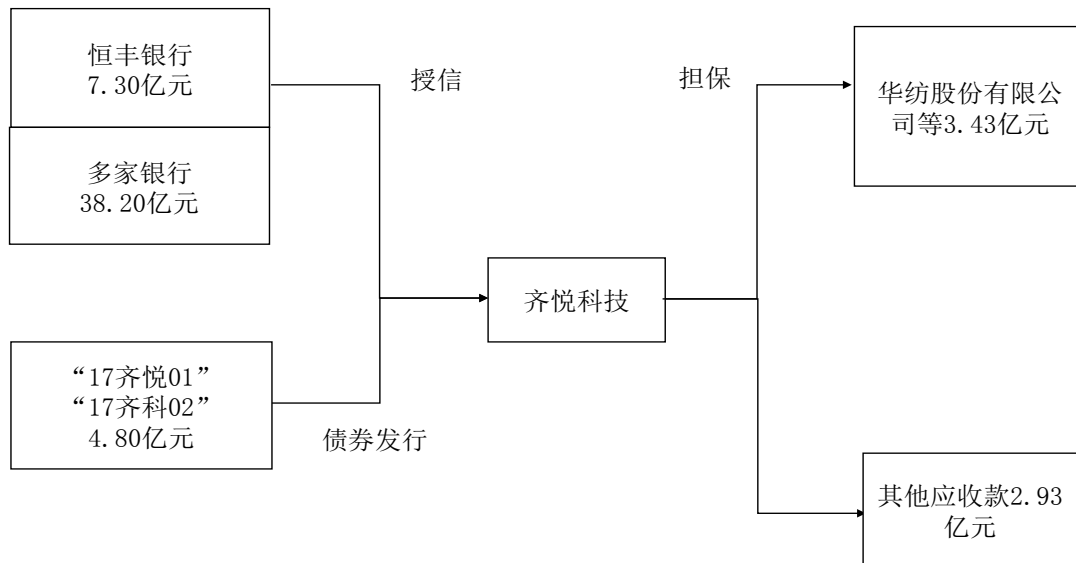


图 3 截至 2017 年末公司主要债权债务关系

数据来源：根据公司提供资料整理

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 2018 年 5 月 3 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了“17 齐悦 01”和“17 齐科 01”，子公司愉悦家纺在公开债券市场发行了“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；

“17 齐悦 01”和“17 齐科 01”均未到还本付息日；“16 愉悦家纺 CP001”按时兑付本息。

（五）本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
17 齐科01	3.3 亿元	2017.08.24~2022.08.24	补充流动资金	3.3 亿元用于购买坯布、印染布、原棉、棉纱等原材料 ¹

数据来源：根据公司提供资料整理


¹ 齐悦科技于 2018 年 4 月 2 日发布《募集资金使用问题及整改的公告》，同时大公于 2018 年 4 月 8 日发布了关于齐悦科技募集资金使用问题及整改的关注公告。



偿债环境

公司面临良好的偿债环境。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；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，但用棉的供需缺口始终是省内纺织企业面临的主要问题。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）宏观与政策环境

中国结构性改革不断推进，充足的政策空间有利于消费和产业结构升级，为公司业务发展提供良好的政策环境。

中国结构性改革稳步推进：对内坚决淘汰过剩产能为制造业升级和技术产业发展腾出空间，对外以“一带一路”战略为依托，加快全球产业链布局，拓宽经济发展空间。2017 年以来，在强调稳增长、保就业的同时，中国政府围绕“三去一降一补”在过剩产能、农业、财政、金融、国有企业混业改革等重点领域进一步提出具体要求和措施、加快改革进度，并与众多国家和国际组织就“一带一路”建设达成合作协议，在政策对接、经济走廊建设、项目合作、资金支持等方面提出多项举措，表明其改革的决心和毅力。政府政策调整空间依然充足，稳中求进的审慎态度、极强的政策执行能力将为中国经济转型和稳定政府偿债能力提供可靠保障。为防范系统性风险、抑制资产泡沫，2017 年以来政府着力发挥财政政策“经济稳定器”和“改革助推器”的作用。同时，政府在改革过程中注重稳增长、保就业、促民生，努力提高经济韧性，也有助于形成结构性改革与经济增长之间的良性互动，逐步化解改革阻力。总体来看，政府政策空间依然充足，其极强的政策执行力和统筹能力将为中国推进结构性改革、实现经济换代升级提供有力政治保障和现实依据，从而为企业发展营造良好的宏观政策环境。

（二）产业环境

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；但人工成本上升增加了企业成本控制压力。

为保护棉农利益以及平抑棉价大幅波动，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。长期来看国家取消棉花临时收储政策有助于国内棉花价格不断下降，有利于降低企业用棉成本。

时间轴	<p>进口配额调整</p> <p>政策要点： 2015年，国家对棉花进口配额发放较为严格，除发放按照加入世界贸易组织承诺的89.4万吨棉花进口配额、满足纺织配棉等需要外，不再增发进口配额，并引导国内纺织企业多用国产棉。</p>	<p>棉花目标价格调整</p> <p>政策要点： 发改委连续降低新疆棉花目标价格水平</p>	<p>关于深化棉花目标价格改革的通知</p> <p>政策要点： 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。</p>	<p>对进口美棉加征关税</p> <p>政策要点： 经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税，中国对进口美棉加征关税可能导致短期美棉对中国的出口订单明显减少，进口棉价上升。</p>
	2015	2015.04、2016.03	2017.03	2018.04
	<p>影响： 进口配额的调整有利于进一步减少国际国内棉花价格的差距。</p>	<p>影响： 棉花目标交个的下调有利于减轻纺织企业的用棉成本压力。</p>	<p>影响： 此次方案的推出切实保障棉农利益、保障植棉面积稳定，保障整个棉花产业健康有序发展。</p>	<p>影响： 中美之间的贸易战有可能改变棉花出口的格局。棉花贸易从美国流向越南、印尼、巴基斯坦和其他国家，</p>

图 4 纺织行业政策分析

数据来源：根据公开资料整理

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。

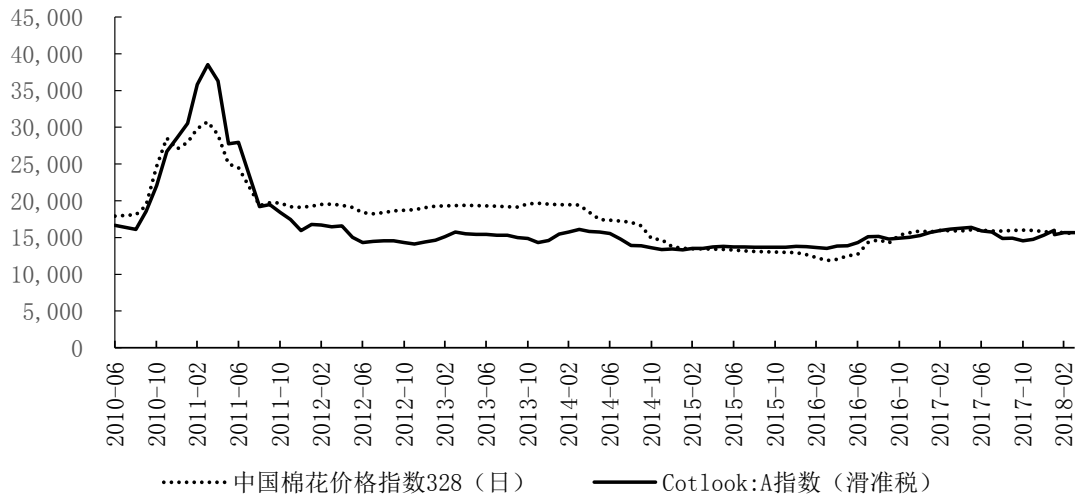


图5 2010年6月以来国际和国内棉花价格走势情况（单位：元/吨）

数据来源：Wind

（三）区域环境

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。2017年，山东省实现地区生产总值7.27万亿元，位居全国31省区第三名，累计增长速度7.4%。分产业看，第一产业增加值4,876.74亿元，增长3.5%；第二产业增加值32,925.12亿元，增长6.3%；第三产业增加值34,876.32亿元，增长9.1%。2018年一季度实现生产总值1.89万亿元，同比增长6.7%。分产业看，第一产业增加值620.1亿元，增长3.4%；第二产业增加值8,381.1亿元，增长5.0%；第三产业增加值9,899.4亿元，增长8.5%。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。山东省实施山东半岛蓝色经济区、黄河三角洲高效生态经济区、胶东半岛高端产业聚集区、省会城市群经济圈、鲁南经济带等重点区域发展战略，为省内制造业创造了良好的发展机遇。

山东省是我国黄河流域的产棉省份之一，2017年山东棉花总产量34.5万吨，占全国总量的6.29%，由于棉花收益较低，棉农种植意愿下降，山东省棉花产量有所降低。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。

财富创造能力

公司财富创造能力很强。主要得益于市场需求不断扩张、品牌优势显著、研发实力较强等积极因素，跟踪期内公司盈利能力持续增强。

财富创造能力指数：财富创造能力在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）市场需求

我国纺织业拥有全球最大的产能规模和加工能力，产能主要集中于东南沿海省份；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。从产能分布情况来看，我国纺织企业和产能大部分集中在东南沿海区域，以江苏、浙江、山东、广东、福建为主，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。近年来随着中西部经济发展，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，根据中国棉纺织行业协会统计，截至 2017 年末，我国纺织和服装生产企业数量为 2.1 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。

2017 年以来，在全球经济加快复苏、市场需求回暖的形势下，纺织出口回暖，出口额增速由负转正。

纺织业需求主要来自内需和出口两部分。从内需来看，2017 年以来，受行业转型升级的推进和供给侧结构改革的深入等因素影响，我国纺织服装商品内需增速呈现稳中趋缓态势。2017 年，全国限额以上服装鞋帽、针、纺织品类批发和零售额为 14,557.0 亿元，同比增长 7.8%，增速同比增长 0.8 个百分点。2018 年 1~2 月，全国限额以上服装鞋帽、针、纺织品类批发和零售额为 2,397.0 亿元，同比增长 7.7%。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。据海关总署统计，2017 年以来世界经济加快复苏，国际市场需求回暖趋势支撑我国纺织品服装出口，2017 年，我国纺织品及服装出口金额为 2,669.5 亿美元，同比增长 1.72%，其中纺织品累计出口额为 1,097.72 亿美元，同比增长 4.46%；服装累计出口额为 1,571.78 亿美元，同比下降 0.42%。2018 年 1~3 月，我国纺织品服装出口总额为 591.8 亿美元，同比增长 4.8%，增速高于上年同期 7.9 个百分点。2017 年以来国内外两个市场销售情况均有所回暖，行业产能与供给结构正在不断优化调整。

2017 年以来，国内消费需求回暖、纺织品及服装出口额实现正增长，2017 年，规模以上纺织企业实现主营业务收入 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。2018 年 1~3 月，规模以上纺织企业实现主营业务收入 13,713.7 亿元，同比增长 3.1%；实现利润总额 612.7 亿元，同比下降 3.8%。

（二）产品和服务竞争力

公司改变单一以棉花为主导的原材料格局，增加高端纤维为主导的原材料占比，国内棉花采购量占比继续下降；公司电力和蒸汽基本实现自给，依然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。

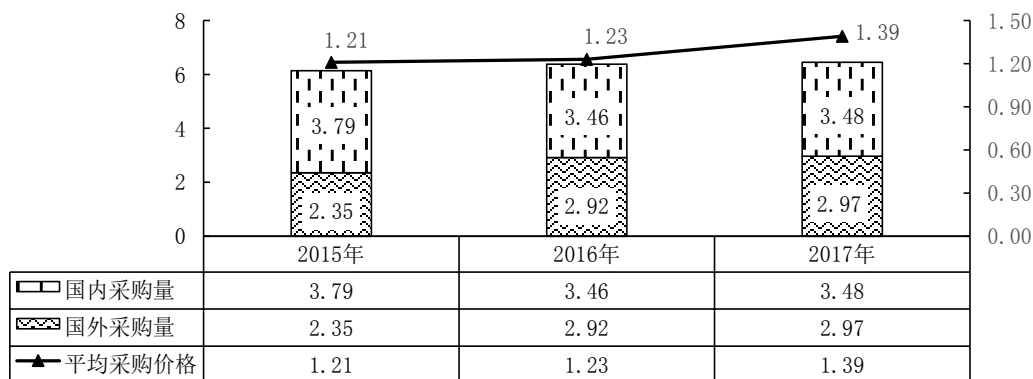


图6 2015~2017年公司棉花采购情况（单位：万吨、万元/吨）

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成本权重中占 60%~80%。2017 年，公司棉花进口配额为 0.86 万吨；同时公司在青岛保税区设立生产线，保税区内棉纺厂使用进口棉花不受配额限制。2017 年公司棉花采购量和采购价格均继续增长，但国内棉花采购量占比继续下降，主要是公司改变单一以棉花为主导的原材料格局，增加高端纤维为主导的原材料占比所致；其中受公司在青岛保税区的生产线产能规模扩大影响，国外棉花采购量同比略有增长，国内棉花采购量同比变化不大。

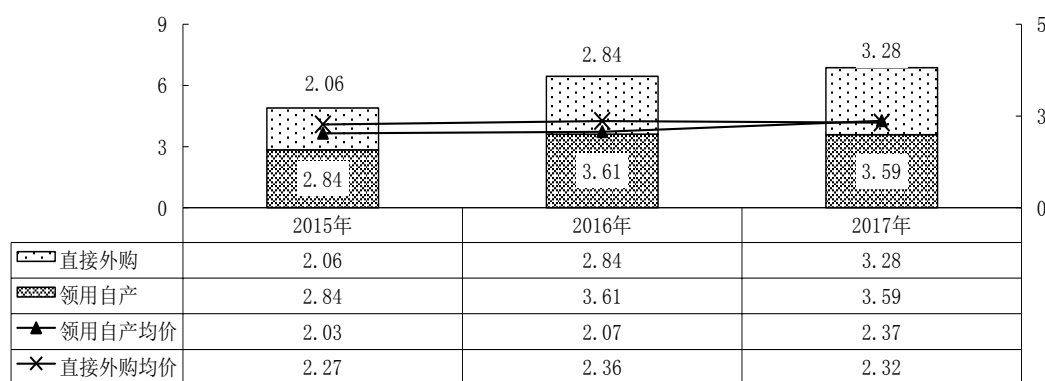


图7 2015~2017年公司棉纱采购情况（单位：万吨、万元/吨）

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。2017 年以来，公司棉纱使用量继续增加，主要是因为公司坯布产量增加从而棉纱需求量大增加，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。2017 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，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；零单价模式是指公司把其他企业提供的坯布加工成印染布并收取加工费用。

截至 2017 年末，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。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），仍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，发电效率持续提升，其中 2017 年产汽量增加使得发电量大幅提升。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。

2017 年公司主要产品产量持续增长，产能利用率仍保持较高水平，印染业务始终居行业领先水平，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。2015 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有所增加。截至 2017 年末，公司拥有家纺成品 5,500 万件/年、坯布 25,000 万米/年、印染布 35,000 万米/年、棉纱 60,000 吨/年的生产能力。公司麻纤维纺织加工项目于 2017 年 12 月底完工，公司高档亚麻纱和高档亚麻家纺织物产能将分别增加 2,000 吨/年和 1,200 万米/年。

为满足公司亚麻原料供应，公司子公司愉悦家纺 2017 年 7 月开始投资乌克兰亚麻生产基地，乌克兰亚麻生产基地一期预计投资 2,704 万美元，其中中方愉悦家纺投资 2,001 万美元，占比 74%；法人 Lee Jean Yves 投资 703 万美元，占比 26%。截至 2017 年末，愉



悦家纺已投资乌克兰亚麻生产基地 1,024.39 万元。乌克兰亚麻生产基地的在建项目主要是亚麻、玉米的种植以及亚麻纤维的初加工。目前项目正在进行 7,000 公顷土地的租赁、亚麻育种研究以及种植、收割农机具设备的订购，到 2018 年 3 月份进行亚麻和玉米等粮食农作物的轮流种植。项目建成后，年加工长麻打成麻生产能力约 2,340 吨，短麻打成麻生产能力约 1,440 吨，年产玉米 3.2 万吨。

2017 年以来，公司家纺成品、坯布和印染布产品的产量均持续增加，产能利用率均保持在较高水平。公司印染业务始终传统优势业务，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 8 条、特宽幅数码印花线 5 条、染色生产线 5 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。

技术研发方面，公司拥有专业研发设计人员 938 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 年末，公司共获得授权专利 70 项，其中发明专利授权 28 项、实用新型 42 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，仍面临汇率波动风险；此外公司着力打造愉悦品牌，市场知名度和竞争力仍不断提高。



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。

2017 年以来，公司主要产品的销量和销售价格均持续增长，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之一；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。公司有一定规模的外销产品，且外销产品结算方式以电汇为主，受汇率波动影响较大。2017 年，公司汇兑损失为 0.40 亿元，汇兑损益净额同比继续下降，总的来看，公司仍存在一定汇率波动风险。

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，2017 年，公司下游前五大客户金额占比 31.58%。终端销售方面，近年来着力打造“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，仍具有一定竞争力。

表 2 2017 年公司下游前五大客户（单位：万元、%）

客户	金额	占比
IKEA Supply AG	129,816	13.89
圣美伦集团有限公司	51,361	5.50
威海海思纺织品销售有限公司	41,082	4.40
SUCCESS UP DEVELOPMENT LIMITED	39,270	4.20
山东省惠民县长明织业有限责任公司	33,560	3.59
合计	295,090	31.58

数据来源：根据公司提供资料整理

（三）盈利能力

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、坯布和印染布业务依然是公司收入和利润的主要来源；2017 年以来，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。

2017 年以来，公司主营业务稳定发展，营业收入和毛利润分别为 93.45 亿元和 13.26 亿元，同比均持续增长；毛利率为 14.19%，同比增长 0.32 个百分点。

分板块来看，2017 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继续上涨，主要是因为公司家纺成品、坯布、印染布及棉纱的产能扩大，销售渠道不断拓宽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，高附加值产品产销量增加带动收入及毛利润进一步提升。

表 3 2015~2017 年公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

类别	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	93.45	100.00	71.11	100.00	58.75	100.00
家纺成品	29.97	32.07	21.34	30.01	18.11	30.83
坯布	29.80	31.89	24.02	33.79	17.07	29.05
印染布	14.78	15.82	13.18	18.54	11.39	19.39
棉纱	6.68	7.15	5.11	5.47	5.00	8.52
原棉	0.21	0.22	2.61	2.79	0.63	1.08
其他	12.01	12.85	4.85	6.80	6.55	11.15
毛利润	13.26	100.00	9.86	100.00	8.40	100.00
家纺成品	5.14	38.76	3.37	34.13	2.88	34.27
坯布	3.55	26.77	2.85	28.90	1.90	22.62
印染布	1.96	14.78	1.74	17.60	1.41	16.81
棉纱	0.70	5.28	0.50	5.12	0.37	4.43
原棉	0.03	0.23	0.21	2.16	0.07	0.78
其他	1.88	14.18	1.19	12.09	1.77	21.10
毛利率		14.19		13.87		14.29
家纺成品		17.15		15.77		15.89
坯布		11.91		11.86		11.13
印染布		13.26		13.16		12.39
棉纱		10.48		9.88		7.43
原棉		14.29		8.17		10.28
其他		15.65		24.54		27.05

数据来源：根据公司提供资料整理

原棉收入主要为公司加工原棉产生的销售收入，2017 年公司原



棉板块收入和毛利润分别为 0.21 亿元和 0.03 亿元,同比均有所下降,主要是 2017 年以来原棉的采购方式由季节采购储存转变为以订单品种结构采购,对外调节品种减少使得原棉收入减少;同期,其他业务收入和毛利润分别为 12.01 亿元和 1.88 亿元,同比均有所增长,主要是由于集中处理部分库存产品及下脚料,使得辅料收入大幅增加。

从毛利率水平来看,2017 年,公司毛利率为 14.19%,同比提升 0.32 个百分点,其中家纺成品、坯布、印染布和棉纱等板块毛利率均较为稳定;原棉板块毛利率为 14.29%,同比提升 6.12 个百分点,主要是原棉销售单价上涨带动其毛利率提升;其他业务毛利率为 15.65%,同比下降 8.89 个百分点,主要由于集中处理部分毛利率较低的库存产品等使得毛利率下降。

大公测算公司 2018 年营收及盈利情况,随着公司麻纤维纺织项目的建成投产,公司坯布和棉纱产品的产能将进一步提升,营收规模将继续扩大;通过对热电厂装备进行不断技术更新,发电效率将持续提升,公司整体的成本优势将进一步增强,盈利能力在 2018 年仍有提升空间,有利于进一步增强财富创造能力。

偿债来源

公司偿债来源可靠性较强。2017 年以来,公司经营性现金流持续增长,对债务和利息的保障程度较强;债务融资渠道较为通畅,以银行借款为主;可变现资产主要包括固定资产、货币资金和无形资产,整体变现能力较弱,其中受限货币资金规模较大,一定程度上减弱了公司的资产流动性。

偿债来源指数: 偿债来源在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

(一) 盈利

受益于主业的持续发展,公司整体盈利能力较好;2017 年以来,公司期间费用率同比略有增长。

受益于主业的持续发展,公司整体盈利能力较好。2017 年公司营业利润为 9.17 亿元,同比增长 38.62%;利润总额为 9.32 亿元,



同比增长 30.37%。

随着经营规模的扩大，公司期间费用继续增长，财务费用占比较高。其中销售费用同比增长 41.73%，主要由于销售规模扩大导致相关人工工资和广告宣传费用增加所致；管理费用同比增长 33.37%，主要由于公司研发新产品、新技术和工艺产生的研发费用增加；财务费用同比增长 51.74%，财务费用的增加主要来自于利息支出和汇兑损失的增加。2017 年，公司期间费用率同比略有上涨，整体保持在较低水平，期间费用控制能力较好。

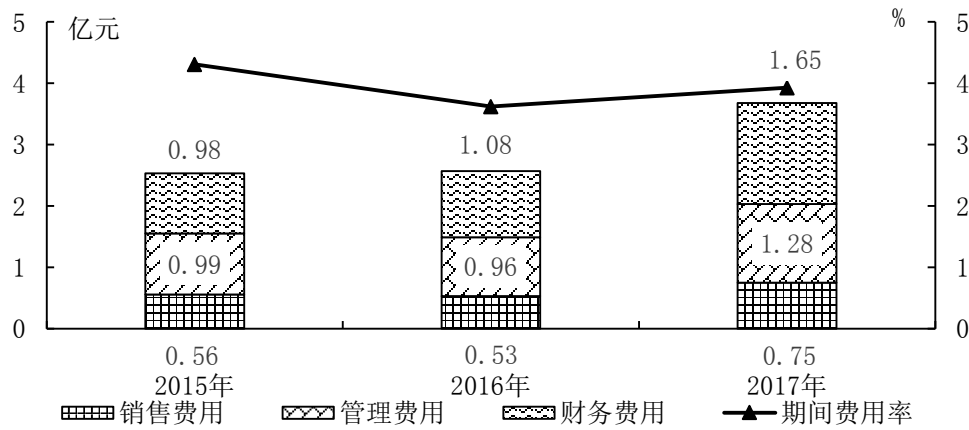


图 8 2015~2017 年公司期间费用及占营业收入比重情况

2017 年，公司资产减值损失为 -44.66 万元，同比减少 0.16 亿元，资产减值损失为负的原因是本期收回坏账；投资收益为 180.47 万元，同比增加 156.96 万元，主要是按权益法核算的长期股权投资收益；资产处置收益为 0.17 亿元，同比增加 0.17 亿元，主要是固定资产处置收益；营业外收入为 0.18 亿元，同比减少 0.47 亿元，主要为政府补助。同期，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 12.34% 和 15.18%，同比分别增长 1.15 个百分点和 1.18 个百分点。

(二) 自由现金流

2017 年以来，公司经营性净现金流继续增长，对债务和利息的保障能力较强。

2017 年，公司净利润 6.84 亿元，同比增长 27.38%。同期，公司经营性净现金流 8.87 亿元，同比增长 84.06%，主要是销售回款增加所致；经营性净现金流对流动负债和利息的覆盖程度均大幅提升，且保持在较好水平。

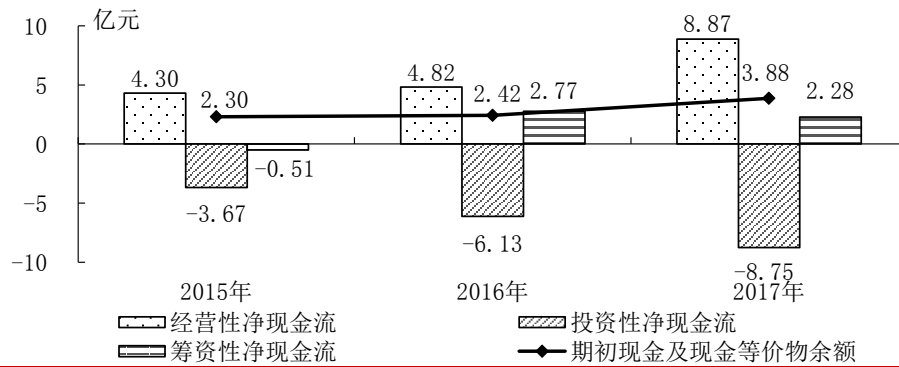


图9 2015~2017年现金流和期初现金及现金等价物余额情况

2017年，公司投资性净现金流为-8.75亿元，净流出规模同比增长42.76%，主要是因为公司麻纤维纺织加工项目和热电项目持续投入所致。截至2017年末，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，已累计投资5.27亿元，公司未来需投资7.70亿元，存在一定的资本支出和对外筹资需求。公司麻纤维纺织加工项目于2017年12月底完工，2018年1月份进入试运行阶段。

总体来看，2017年以来，随着公司规模不断扩大，公司经营性现金流持续增长，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。随着公司麻纤维纺织加工项目的建成投产，预计未来1~2年的经营性现金流将持续净流入，随着在建项目的减少，预计未来1~2年的投资性现金支出压力有所缓解。

（三）债务收入

公司债务融资渠道较为通畅，以银行借款为主，辅以发行债券；2017年，筹资性净现金流同比有所减少。

截至2017年末，公司共获得授信额度45.50亿元，尚未使用授信额度为25.70亿元。综合来看，公司债务融资以银行借款为主，同时与多家银行保持良好的合作关系，银行授信额度较为稳定。

大公通过筹资活动现金流入及流出变动来考察公司债务偿还对债务收入的依赖程度。2017年，公司筹资性净现金流为2.28亿元，同比下降17.43%，主要是偿还债务所支付的现金较多所致；其中公司筹资性现金流入为27.28亿元，是公司可用偿债来源的主要组成部分；同期，公司筹资性现金流出为25.00亿元，公司债务偿还对融资



能力依赖程度相对较高。预计未来 1~2 年，公司债务收入主要来源仍将以银行借款为主，辅以发行债券。

（四）外部支持

2017 年，公司政府补助为 0.09 亿元，对偿债来源影响很小。

（五）可变现资产

2017 年以来，公司总资产规模继续增长，以非流动资产为主；可变现资产主要包括固定资产、货币资金和无形资产，其中受限货币资金规模较大，一定程度上减弱了公司的资产流动性，整体变现能力较弱。

2017 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 年末，公司总资产为 86.79 亿元，同比增长 17.71%，其中非流动资产占总资产的比重为 53.61%。

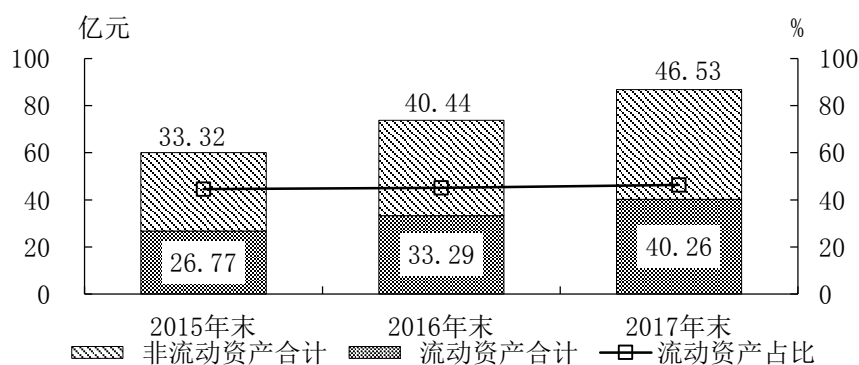


图 10 2015~2017 年末公司资产结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由货币资金、存货、应收账款、预付款项和其他应收款等构成。2017 年末，公司货币资金为 13.65 亿元，同比增长 36.48%，其中其他货币资金 7.36 亿元，主要为银行承兑汇票及信用证保证金，银行存款 6.29 亿元。

**表4 2017年末公司应收账款前五名情况（单位：万元、%）**

欠款单位名称	账面余额	占余额合计数的比例	账龄	是否关联
IKEA Supply AG	8,789	9.21	1年以内	否
柏莱尔有限公司	7,472	7.83	1年以内	否
金源澳门离岸商业服务有限公司	6,890	7.22	1年以内	否
山东省惠民县长明织业有限责任公司	6,491	6.80	1年以内	否
山东澳亚纺织有限公司	5,835	6.11	1年以内	否
合计	35,477	37.16	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

2017 年末，公司存货为 9.89 亿元，同比增长 3.27%，其中库存商品和原材料分别为 6.21 亿元和 2.97 亿元；应收账款为 9.48 亿元，同比增长 42.09%，已计提坏账 0.06 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 93.79%，应收账款前五名金额占比为 37.16%。

表5 2017年末公司其他应收款前五名情况（单位：万元、%）

客户名称	金额	占比	账龄	款项内容	是否关联
滨州市豪得虹工程有限公司	4,930	14.26	1年以内	工程款	否
淄博鼎易贸易有限公司	2,000	5.78	1年以内	设备款	否
滨州市滨城区黛蓝贸易有限公司	2,000	5.78	1年以内	设备款	否
应收出口退税	1,956	5.66	1年以内	出口退税款	否
浙江金鹰股份有限公司	1,810	5.23	1年以内	设备款	否
合计	12,696	36.71	-	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

2017 年末，公司预付款项为 3.35 亿元，同比增长 59.51%，账龄主要集中在 1 年以内，一年以上的预付款项主要因为合同未执行完毕，尚未结算所致；同期，其他应收款为 2.93 亿元，同比减少 6.79%，主要为设备款、工程款和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 70.18%，前五名金额占比为 36.71%。

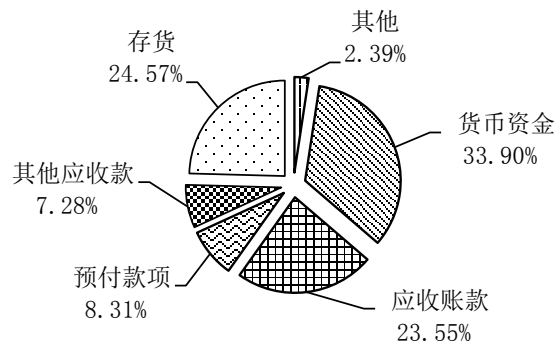


图 11 2017 年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

从资产运营效率来看，2017 年，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 43.70 天和 31.12 天；存货周转效率同比有所提升，应收账款周转效率较为稳定。

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。2017 年末，公司固定资产为 29.77 亿元，同比增长 32.84%，主要是新购机器设备及房屋及建筑物增加；无形资产为 11.20 亿元，同比下降 4.03%，主要以土地使用权为主；在建工程为 3.61 亿元，同比下降 19.90%，主要是公司 2017 年亚麻车间机器设备及厂房、和印染整理面料技改项目等在建项目转增固定资产所致。

截至 2017 年末，公司可变现资产价值为 46.53 亿元²，清偿性偿债来源较为充足。可变现资产主要包括固定资产、货币资金和无形资产，其中以机器设备为主的固定资产变现能力较弱；货币资金中受限部分占比较多，对资产流动性造成一定影响；无形资产主要是土地使用权，变现能力较弱；公司整体变现能力较弱。从资产受限情况看，截至 2017 年末，公司受限资产为 16.49 亿元，占总资产的比重为 19.00%，占净资产的比重为 36.57%，受限资产占净资产比重较高；其中用于授信抵押给银行的机器设备和土地使用权分别为 6.63 亿元和 1.95 亿元；公司受限的货币资金为 7.91 亿元，主要为保证金，一定程度上降低了公司的资产流动性。

² 可变现资产未经专业评估。



表 6 截至 2017 年末公司受限资产情况 (单位: 亿元、%)

科目名称	账面价值	受限部分	受限占比
固定资产	29.77	6.63	22.27
无形资产	11.20	1.95	17.41
货币资金	13.65	7.91	57.95
合计	54.62	16.49	-

资料来源: 根据公司提供资料整理

预计未来 1~2 年, 公司可变现资产结构变化不大, 其对短期有息债务的保障能力将保持稳定。

公司流动性偿债来源总体充足且安全度较高; 清偿性偿债来源为可变现资产, 整体变现能力较弱。

偿债来源结构主要包括经营性净现金流、债务收入、可变现资产和外部支持。2017 年, 公司获得经营性净现金流 8.87 亿元, 筹资活动现金流入 27.28 亿元, 获得外部支持 0.09 亿元。总的来看, 公司经营性净现金流较为充足, 融资渠道较为通畅, 流动性偿债来源总体充足, 安全度较高。

公司清偿性偿债来源为可变现资产, 公司可变现资产以固定资产、货币资金和无形资产为主, 整体变现能力较弱, 对公司整体债务偿还贡献较小。整体来看, 公司偿债来源较为充足, 安全度较高, 偏离度为 2.98。

偿债能力

公司偿债能力很强, 公司流动性来源对债务有一定的覆盖能力; 盈利能力整体有所增强, 对利息的保障程度很好, 预计 2018 年盈利对利息的保障倍数将有望提升至 12.35 倍。

偿债能力指数: 偿债能力在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

(一) 存量债务分析

2017 年以来, 随着经营规模的扩大, 公司总负债持续增长, 以流动负债为主。

2017 年以来, 公司总负债持续增长, 以流动负债为主。截至 2017



年末，公司总负债为 41.71 亿元，同比增长 18.00%，其中流动负债占总负债比重为 80.57%。

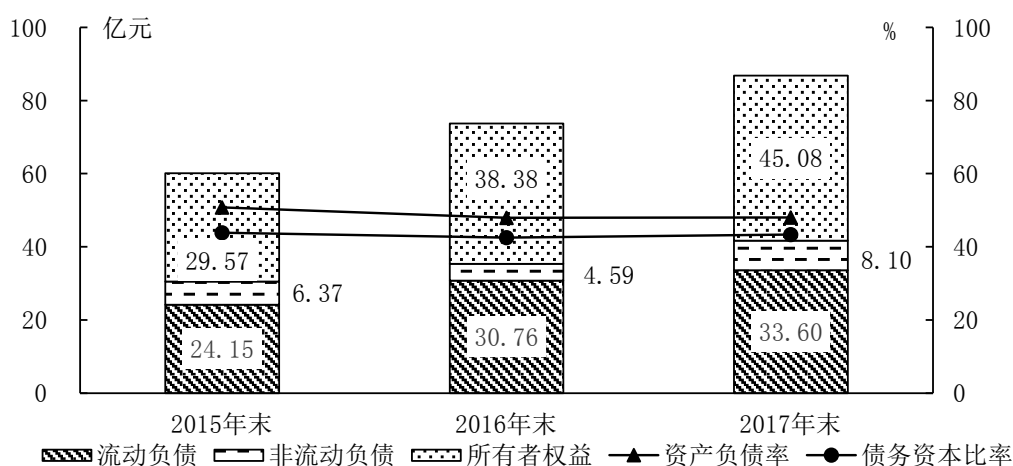


图 12 2015~2017 年末公司资本构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由应付票据、短期借款、应付账款和其他流动负债等构成。2017 年末，公司应付票据为 12.60 亿元，同比增长 14.75%，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；短期借款为 11.64 亿元，同比增长 4.33%，其中信用借款、抵押借款和保证借款分别为 4.23 亿元、3.84 亿元和 3.57 亿元；同期，公司应付账款为 2.96 亿元，同比下降 32.86%，主要是支付的货款和材料款增加所致；其他流动负债为 1.50 亿元，同比下降 25.00%，一方面是公司于 2017 年 7 月发行的 1.50 亿元一年期非公开公司债，一方面是愉悦家纺 2016 年 10 月发行的短期融资券到期所致。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和递延收益等构成。2017 年末，长期借款为 3.38 亿元，同比增长 56.33%，主要是保证借款增加所致；应付债券为 3.30 亿元，同比增加 2.11 亿元，主要是 2017 年 8 月发行的 3.30 亿元公司债券；长期应付款为 0.62 亿元，同比增长 41.28%，主要是新增融资租赁业务；递延收益为 0.58 亿元，同比增长 12.24%，主要为山东省水污染防治专项资金、烟气脱硫工程专项资金等。

2017 年末，公司总有息债务规模持续增长，以短期有息债务为主，短期偿付压力仍较大。

2017 年末，公司总有息债务为 34.54 亿元，同比增长 21.76%，始终以短期有息债务为主；总有息债务在总负债中的占比为 82.81%，其中短期有息债务为 27.25 亿元，在总有息债务的占比为 78.89%，占比较高。

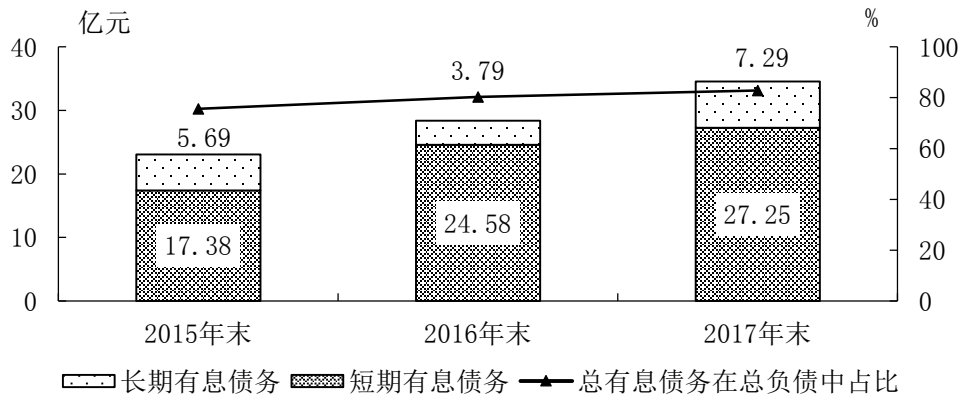


图 13 2015~2017 年末公司存量债务结构

数据来源：根据公司提供资料整理

从有息债务的期限结构分布来看，截至 2017 年末，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 78.89%，其中一年内到期有息债务主要由短期借款和应付票据等构成。公司短期有息债务主要集中在 2018 年第一季度和第二季度到期，分别为 11.77 亿元和 8.87 亿元，公司面临一定的短期偿付压力；长期有息债务主要集中在 5 年以上。

表 7 截至 2017 年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	27.25	0.36	0.36	0.35	0.48	5.74	34.54
占比	78.89	1.04	1.04	1.01	1.39	16.62	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

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。

或有负债方面，截至 2017 年末，公司对外担保余额 3.43 亿元，担保比率为 7.61%。公司提供了被担保企业 2017 年的财务数据，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。

2017 年以来受益于未分配利润的增加，所有者权益持续增长。

2017 年末，公司所有者权益为 45.08 亿元，同比增长 17.45%，其中注册资本仍为 2.00 亿元；资本公积为 6.73 亿元，同比下降 2.11%，



主要是其他资本公积减少所致；未分配利润为 33.47 亿元，同比增长 24.19%，主要是公司持续盈利所致；未分配利润占所有者权益的比重较大，2017 年末未分配利润占所有者权益的比重为 74.25%，公司权益分派或对所有者权益稳定性产生一定影响。

（二）偿债能力分析

公司偿债来源较为充足，对公司整体债务偿还提供良好的保障；盈利能力持续增强，对利息的保障程度较好。

公司流动性偿债来源主要包括经营性净现金流、期初现金及现金等价物、融资收入以及外部支持等；清偿性偿债来源主要为货币资金和可变卖为货币资金的非货币资产。

公司流动性还本付息能力一般。公司流动性偿债来源以经营性净现金流为主。截至 2017 年末，公司货币资金为 13.65 亿元，其中受限部分为 7.91 亿元，受限货币资金规模较大；公司债务融资渠道较为通畅，以银行借款为主，辅以发行债券。2017 年以来，公司经营性现金流状态良好，持续净流入且经营性净现金流规模持续增长，对公司债务和利息的覆盖程度较好，但公司由于投资支出金额较大，使得流动性消耗较大，对公司流动性偿债来源存在一定影响，2017 年流动性来源对于流动性消耗的覆盖倍数为 1.05 倍。综合流动性偿债来源和存量债务结构分析，预计公司 2018 年流动性来源对于流动性消耗的覆盖倍数为 0.95 倍。

公司清偿性还本付息能力一般。清偿性偿债来源为公司可变现资产。公司可变现资产中货币资金中受限部分占比较大，对资产流动性造成一定影响，整体变现能力较弱。综合偿债来源部分对于可变现资产的分析，公司 2017 年末可变现资产对于当前负债的覆盖倍数为 0.98 倍。

2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 9.06 倍，盈利对利息的保障程度较为稳定，且处于较好水平。预计 2018 年随着公司麻纤维纺织加工项目的建成投产，产能进一步释放使得公司整体营业收入将进一步增长，盈利对利息的保障程度很好。



表 8 2017~2018 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017 年	2018 年 F
清偿性还本付息能力	0.98	1.02
流动性还本付息能力	1.05	0.95
盈利对利息覆盖能力	9.06	12.35

数据来源：公司提供、大公测算

总体来看，公司可变现资产对总负债覆盖能力将保持现水平；随着麻纤维纺织加工项目的投产，公司经营规模将进一步扩大，公司盈利能力和经营性现金流状况将进一步提升，稳定的经营性现金流预期和较强的债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供保障；盈利能力持续增强，对利息的覆盖程度很高，公司总体偿债能力很强。

结论

综合来看，公司的抗风险能力很强。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。印染业务仍然为公司优势业务，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。公司着力打造愉悦品牌，市场知名度仍不断提高。2017 年以来，公司债务融资渠道较为通畅，经营性现金流持续增长，对债务和利息的保障程度较强；总有息债务规模持续增长，以短期有息债务为主，仍存在一定的短期偿债压力，但公司盈利能力整体有所增强，对利息的保障程度很好。

综合分析，大公对公司“17 齐科 01”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。



附件 1

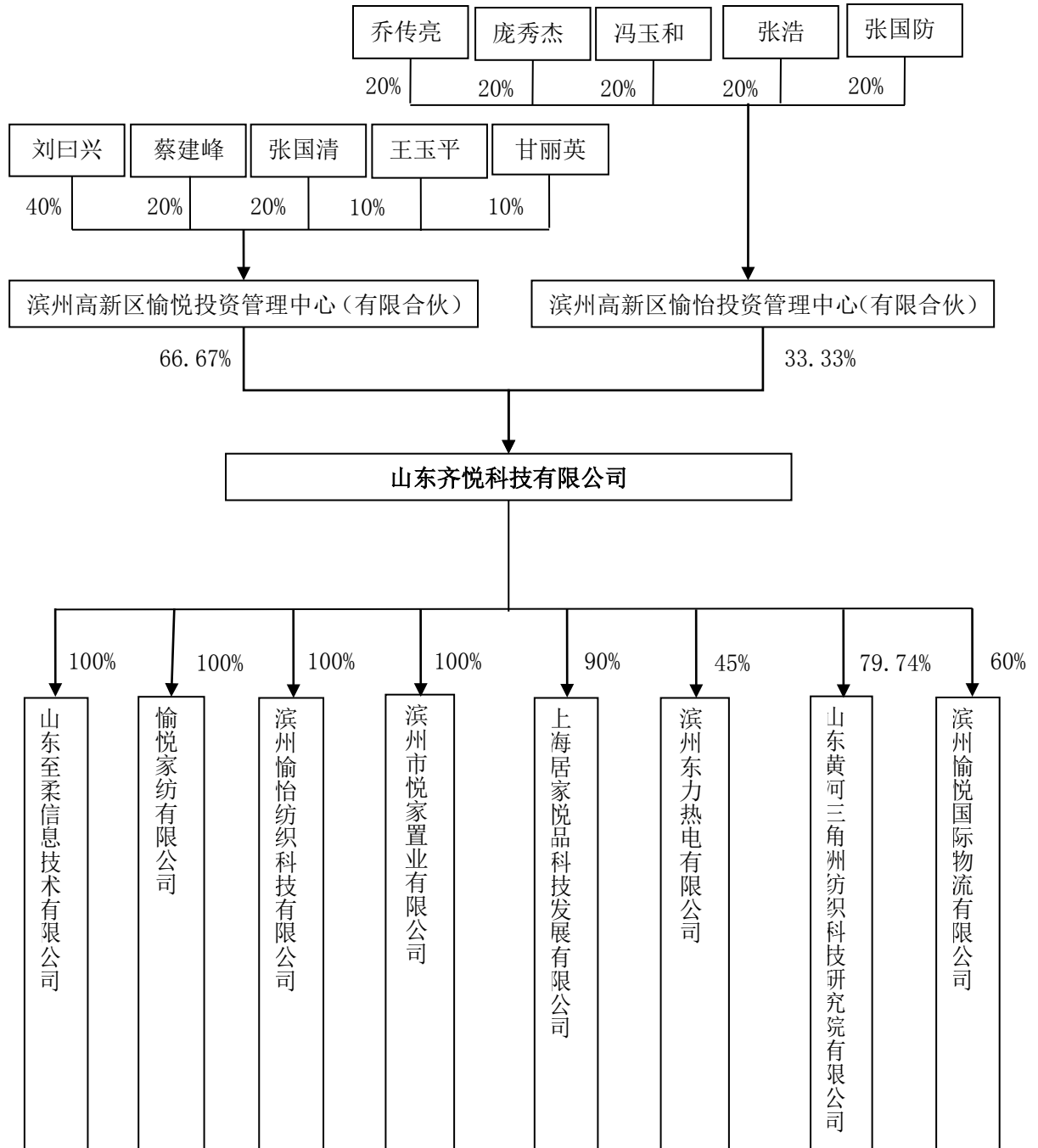
报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的外部环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。



附件 2

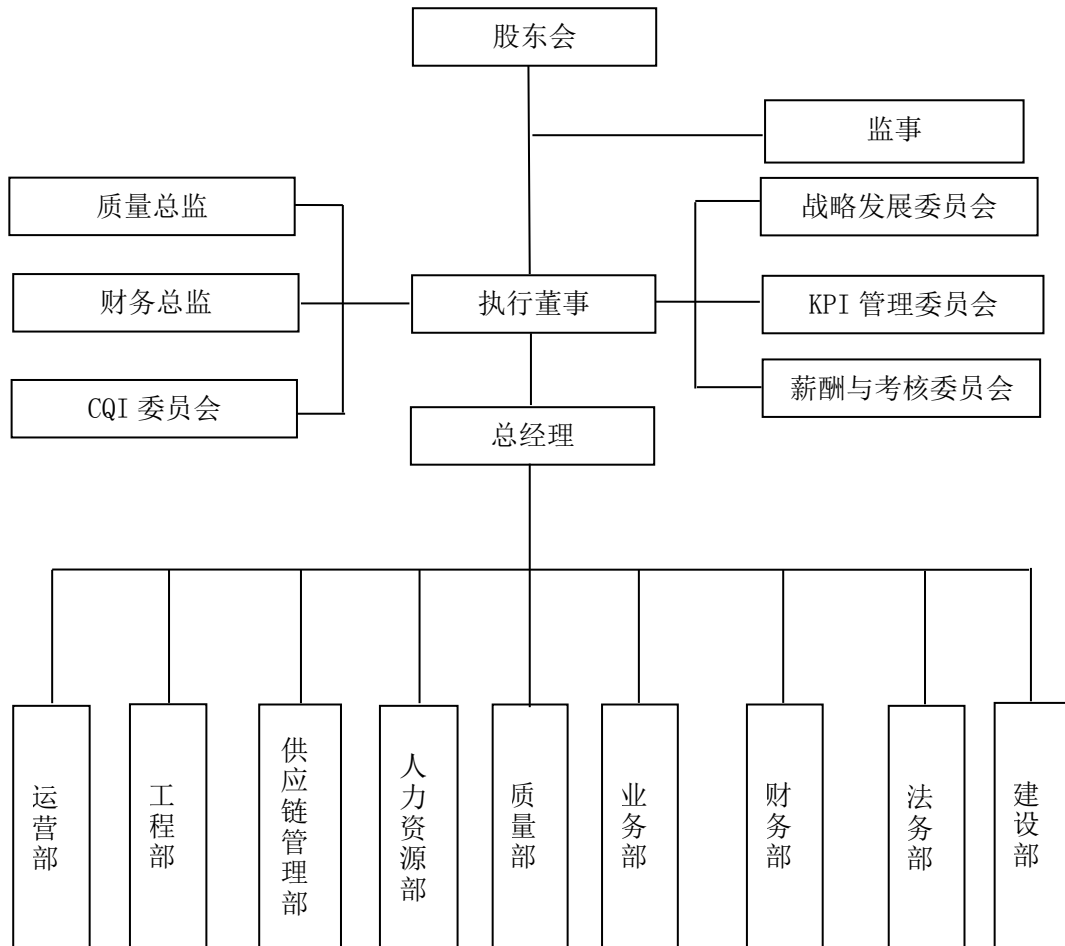
截至 2017 年末齐悦科技股权结构图





附件 3

截至 2017 年末齐悦科技组织结构图





附件 4

齐悦科技相关数据表格

2015~2017 年公司坯布采购情况³ (单位: 万米、元/米)

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
直接外购	16,896	11.52	16,631	11.08	14,255	11.25
委托加工	6,054	4.15	6,048	4.10	4,878	4.20
领用自产	4,399	8.19	4,370	7.06	4,368	7.03
零单价	3,668	-	3,647	-	3,962	-
合计	31,017	8.25	30,696	7.82	27,463	7.70

数据来源: 根据公司提供资料整理

2015~2017 年公司电、汽等能源情况

项目	2017 年	2016 年	2015 年
公司发电量 (万千瓦时)	16,002	12,507	11,434
其中: 自用电量 (万千瓦时)	15,279	12,139	11,285
公司发电成本 (元/千瓦时)	0.50	0.34	0.34
公司产汽量 (万吨)	193.00	110.92	78.76
其中: 自用汽量 (万吨)	55.00	41.22	44.39

数据来源: 根据公司提供资料整理

2015~2017 年公司主要产品生产情况

项目		2017 年	2016 年	2015 年
家纺成品	产能 (万件/年)	5,500	5,500	5,200
	产量 (万件)	5,352	5,296	5,062
	产能利用率 (%)	97.31	96.29	97.35
坯布	产能 (万米/年)	25,000	25,000	19,000
	产量 (万米)	24,326	24,263	18,614
	产能利用率 (%)	97.30	97.05	97.97
印染布	产能 (万米/年)	35,000	31,000	28,000
	产量 (万米)	31,932	29,857	26,959
	产能利用率 (%)	91.23	96.31	96.28
棉纱	产能 (吨/年)	60,000	60,000	50,000
	产量 (吨)	57,097	57,163	47,814
	产能利用率 (%)	95.16	95.27	95.63

数据来源: 根据公司提供资料整理

³ 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。



附件 4-1

齐悦科技相关数据表格

2015~2017 年公司各类印染布年产能情况 (单位: 万米)

类别	2017 年	2016 年	2015 年
蜡布	8,000	8,000	5,000
宽幅印花布	13,000	13,000	13,000
染色布	14,000	10,000	10,000
合计	35,000	31,000	28,000

数据来源: 根据公司提供资料整理

2015~2017 年公司主要产品销售情况

项目		2017 年	2016 年	2015 年
家纺成品	销量 (万件)	5,416	5,272	5,051
	其中: 国外	3,832	3,718	3,568
	国内	1,584	1,554	1,483
	平均售价 (元/件)	55.34	40.47	35.86
坯布	销量 (万米)	19,927	19,893	14,246
	平均售价 (元/米)	14.96	12.08	11.98
印染布	销量 (万米)	13,650	13,521	12,059
	其中: 国外	10,196	10,118	6,701
	国内	3,454	3,403	5,358
	平均售价 (元/米)	10.83	9.75	9.45
棉纱	销量 (吨)	21,178	21,027	19,457
	其中: 国外	1,249	1,246	1,271
	国内	19,929	19,781	18,186
	平均售价 (万元/吨)	3.16	2.43	2.57

数据来源: 根据公司提供资料整理



附件 4-2

齐悦科技相关数据表格

截至 2017 年末公司对外担保情况⁴（单位：万元）

被担保企业	担保方式	担保总额	担保期限	是否互保	是否关联	是否逾期
山东滨农科技有限公司	保证	1,000.00	2017.08.11~2018.02.11	是	否	否
山东滨州交运集团有限责任公司	保证	3,000.00	2017.01.09~2018.01.09	是	否	否
		4,000.00	2017.09.05~2018.09.05			否
华纺股份有限公司	保证	3,000.00	2017.03.06~2018.03.01	是	否	否
		2,000.00	2017.03.30~2018.03.29			否
		2,000.00	2017.12.04~2018.12.04			否
		1,000.00	2017.11.26~2018.11.26			否
		1,500.00	2017.11.28~2018.08.28			否
		1,500.00	2017.07.24~2018.07.24			否
		2,000.00	2017.05.19~2018.05.18			否
		1,000.00	2017.09.18~2018.09.17			否
		1,000.00	2017.09.19~2018.09.18			否
		2,000.00	2017.10.30~2018.10.30			否
		4,000.00	2017.01.06~2018.01.06			否
		500.00	2017.02.23~2018.02.23			否
		1,800.00	2016.11.30~2018.02.28			否
		3,000.00	2017.02.20~2018.02.20			否
合计	-	34,300.00	-	-	-	-

截至 2017 年末公司对外担保企业部分财务情况（单位：亿元、%）

被担保对象	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
2016 年					
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
2017 年					
山东滨农科技有限公司	25.42	51.18	21.40	1.23	3.09
山东滨州交运集团有限责任公司	18.55	53.10	9.83	0.68	0.52
华纺股份有限公司	34.50	58.03	28.50	0.07	1.53

资料来源：根据公司提供资料整理

⁴ 部分已到期对外担保没有进行续保。



附件 4-3

齐悦科技相关数据表格

截至 2017 末公司主要在建工程情况(单位: 亿元)

项目名称	项目总 投资	预计完 工时间	截至 2017 年末累计 投资	2018 年预 计资金投 入	2019 年 预计资 金投入	2020 年 预计资 金投入
热电项目	9.20	2020.12	1.50	2.20	2.50	3.00
麻纤维纺织加工项目	3.77	2017.12	3.77	-	-	-
合计	12.97	-	5.27	2.20	2.50	3.00

数据来源: 根据公司提供资料整理

截至 2017 年末公司短期有息债务到期结构(单位: 亿元、%)

到期日期	短期借款	应付票据	一年内到 期的非流 动负债	其他流动负 债 (应付短期 债券)	小计	占比
2018 年第一季度	4.93	5.16	0.18	1.50	11.77	43.19
2018 年第二季度	4.61	4.26	-	-	8.87	32.55
2018 年第三季度	1.30	2.58	-	-	3.88	14.24
2018 年第四季度	0.80	0.60	1.33	-	2.73	10.02
合计	11.64	12.60	1.51	1.50	27.25	100.00

数据来源: 根据公司提供资料整理



附件 5

齐悦科技（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产负债表			
项目	2017 年	2016 年	2015 年
资产类			
货币资金	136,475	103,605	75,914
交易性金融资产	0	263	179
应收票据	24	648	3,239
应收账款	94,818	66,729	52,834
其他应收款	29,303	31,436	39,655
预付款项	33,469	20,982	24,897
存货	98,908	95,775	68,716
流动资产合计	402,607	332,919	267,655
可供出售金融资产	1,500	1,500	1,572
长期股权投资	9,576	9,396	10,928
投资性房地产	1,828	1,896	1,965
固定资产	297,683	224,088	177,793
在建工程	36,107	45,075	33,724
无形资产	111,962	116,659	101,586
递延所得税资产	2,179	2,552	2,853
非流动资产合计	465,287	404,390	333,208
资产总计	867,895	737,309	600,863
占总资产比重			
货币资金	15.72	14.05	12.63
交易性金融资产	0	0.04	0.03
应收票据	0	0.09	0.54
应收账款	10.93	9.05	8.79
其他应收款	3.38	4.26	6.60
预付款项	3.86	2.85	4.14
存货	11.40	12.99	11.44
流动资产合计	46.39	45.15	44.55
可供出售金融资产	0.17	0.20	0.26
长期股权投资	1.10	1.27	1.82
投资性房地产	0.21	0.26	0.33
固定资产	34.30	30.39	29.59
在建工程	4.16	6.11	5.61
无形资产	12.90	15.82	16.91
递延所得税资产	0.25	0.35	0.47
非流动资产合计	53.61	54.85	55.45



附件 5-1

齐悦科技（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产负债表			
项目	2017 年	2016 年	2015 年
负债类			
短期借款	116,423	111,596	90,269
应付票据	126,000	109,800	78,145
应付账款	29,622	44,121	39,614
预收款项	5,396	4,496	9,129
其他应付款	14,203	6,512	14,960
应交税费	14,017	6,545	3,692
一年内到期的非流动负债	15,061	4,420	5,339
流动负债合计	336,040	307,604	241,536
长期借款	33,767	21,600	16,920
应付债券	33,000	11,903	40,000
递延所得税负债	2,269	2,798	3,326
非流动负债合计	81,048	45,865	63,668
负债合计	417,087	353,468	305,204
占负债的比重			
短期借款	27.91	31.57	29.58
应付票据	30.21	31.06	25.60
应付账款	7.10	12.48	12.98
预收款项	1.29	1.27	2.99
其他应付款	3.41	1.84	4.90
应交税费	3.36	1.85	1.21
一年内到期的非流动负债	3.61	1.25	1.75
流动负债合计	80.57	87.02	79.14
长期借款	8.10	6.11	5.54
应付债券	7.91	3.37	13.11
递延所得税负债	0.54	0.79	1.09
非流动负债合计	19.43	12.98	20.86
权益类			
实收资本（股本）	20,000	20,000	3,000
资本公积	67,268	68,715	65,024
盈余公积	68	68	68
未分配利润	334,732	269,532	219,985
归属于母公司所有者权益	422,067	358,315	288,076
少数股东权益	28,740	25,526	7,582
所有者权益合计	450,807	383,841	295,659



附件 5-2

齐悦科技（合并）主要财务指标

（单位：万元）

损益类			
项目	2017 年	2016 年 (追溯调整)	2015 年
营业收入	934,530	711,054	587,572
营业成本	801,961	612,453	503,593
销售费用	7,505	5,295	5,592
管理费用	12,808	9,603	9,906
财务费用	16,456	10,845	9,833
营业利润	91,722	66,167	54,475
利润总额	93,157	71,458	58,138
所得税费用	24,744	17,749	14,994
净利润	68,414	53,709	43,145
归属于母公司所有者的净利润	65,199	49,547	42,742
占营业收入的比重			
营业成本	85.81	86.13	85.71
销售费用	0.80	0.74	0.95
管理费用	1.37	1.35	1.69
财务费用	1.76	1.53	1.67
营业利润	9.81	9.31	9.27
利润总额	9.97	10.05	9.89
所得税费用	2.65	2.50	2.55
净利润	7.32	7.55	7.34
归属于母公司所有者的净利润	6.98	6.97	7.27
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	88,747	48,217	42,992
投资活动产生的现金流量净额	-87,494	-61,286	-36,683
筹资活动产生的现金流量净额	22,842	27,666	-5,114
财务指标			
EBIT	107,089	82,474	71,272
EBITDA	126,216	100,707	87,661
总有息债务	345,467	283,719	230,673



附件 5-3

齐悦科技（合并）主要财务指标

财务指标			
项目	2017 年	2016 年 (追溯调整)	2015 年
毛利率 (%)	14.19	13.87	14.29
营业利润率 (%)	9.81	9.31	9.27
总资产报酬率 (%)	12.34	11.19	11.86
净资产收益率 (%)	15.18	13.99	14.59
资产负债率 (%)	48.06	47.94	50.79
债务资本比率 (%)	43.39	42.50	43.83
长期资产适合率 (%)	114.31	106.26	107.84
流动比率 (倍)	1.20	1.08	1.11
速动比率 (倍)	0.90	0.77	0.82
保守速动比率 (倍)	0.41	0.34	0.33
存货周转天数 (天)	43.70	48.34	46.72
应收账款周转天数 (天)	31.12	30.27	31.31
经营性净现金流/流动负债 (%)	27.58	17.56	18.56
经营性净现金流/总负债 (%)	23.03	14.64	15.13
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	6.37	4.38	3.12
EBIT 利息保障倍数 (倍)	7.69	7.49	5.18
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	9.06	9.14	6.37
现金比率 (%)	40.61	33.77	31.50
现金回笼率 (%)	113.12	114.16	115.12
担保比率 (%)	7.61	9.83	15.78



附件 6

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. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额 + 未使用授信额度 + 外部支持 + 经营活动产生的现金流量净额
23. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出 + 到期债务本金和



利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出

24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）

25. 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）

26. 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）



附件 7

主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		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，有较高违约风险。
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。
展望	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。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。