



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪443号

## 际华集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“际华集团股份有限公司2015年公司债券（第一期）”、“际华集团股份有限公司2015年公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级AAA，评级展望稳定；维持上述债券信用等级AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十二日

## 际华集团股份有限公司 2015年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2018）

债券名称	际华集团股份有限公司2015年公司债券（第一期）		
债券简称	15 际华 01		
债券代码	122425		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2015/8/7~2020/8/7（附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权）		
上次评级时间	2017/6/22		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

债券名称	际华集团股份有限公司2015年公司债券（第一期）		
债券简称	15 际华 02		
债券代码	122426		
发行规模	人民币 5 亿元		
存续期限	2015/8/7~2022/8/7（附第 5 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权）		
上次评级时间	2017/6/22		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

债券名称	际华集团股份有限公司2015年公司债券（第二期）		
债券简称	15 际华 03		
债券代码	122358		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2015/9/15~2022/9/15（附第 5 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权）		
上次评级时间	2017/6/22		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

### 基本观点

跟踪期内，际华集团股份有限公司（以下简称“际华集团”或“公司”）作为国内最大的军需轻工产品生产制造企业，保持突出的行业地位，综合竞争实力较强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司收入规模下滑，经营性业务利润较小，盈利对政府补助的依赖度较高，经营性现金流质量下降以及面临资本支出压力等因素可能对公司业务发展及信用水平产生的影响。

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

### 正面

- 行业地位突出。公司是国内最大的军需轻工产品生产制造企业，主要的职业装、职业鞋靴研发生产基地之一，2017 年在军需被装产品市场占有 60%左右的份额和公安、司法、检察院、法院、工商、税务和城管等国家统一着装部门制服市场占有 10%以上的份额，并在央企工装、行业制服等市场占有有一定份额，行业地位突出。
- 综合竞争实力较强。目前公司已形成职业装等五大制造业务板块，拥有完整产业链，且生产和销售渠道布局优势明显，军需品及民品订单承接能力较强，同时积极拓展贸易、品牌服装和际华园等多元化业务，综合竞争实力较强。
- 偿债能力极强。公司财务杠杆比率较低，债务期限结构合理，同时近年盈利规模较大，EBITDA 对债务利息的保障程度较高，且货币资金储备较充足，整体偿债能力极强。

### 关注

- 收入规模下滑。公司面临的市场竞争加剧，同





概况数据

际华集团	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益(亿元)	130.82	141.53	190.15	191.78
总资产(亿元)	253.03	269.11	313.95	319.59
总债务(亿元)	56.24	56.08	54.54	56.05
营业总收入(亿元)	224.38	271.55	254.40	53.84
营业毛利率(%)	8.67	7.13	7.75	10.27
EBITDA(亿元)	22.41	22.77	17.27	4.52
所有者权益收益率(%)	8.62	8.51	3.98	3.26
资产负债率(%)	48.30	47.41	39.43	39.99
总债务/EBITDA(X)	2.51	2.46	3.16	3.10
EBITDA 利息倍数(X)	11.42	9.03	7.39	30.90

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2018年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

分析师

曹梅芳 mfcabo@ccxr.com.cn

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月22日

时受订单结构调整及贸易业务收入萎缩影响，2017年公司营业总收入同比下降6.32%，2018年一季度公司贸易业务收入规模进一步下滑，当期营业总收入同比下降9.12%，未来业务运营情况需加以关注。

- 经营性业务利润较小，盈利对政府补助的依赖度较高。2017年公司经营性业务利润为2.56亿元，规模较小，同期确认各类政府补助11.55亿元，中诚信证评对其未来盈利情况及稳定性予以持续关注。
- 经营性现金流质量下降。2017年起公司军队客户的货款结算方式调整，由以往分批拨付预付款、交货后抵扣转变为取消预付款、按交货进度分批结算，导致军需品销售欠款大幅增长，并较大程度上影响当年经营性现金流表现，当年经营性现金流量净额为-26.64亿元。
- 资本支出压力。公司将持续实施退城入园计划，并推动际华园等项目的建设，2018年计划完成资本性支出25.25亿元，未来将面临一定的资本支出压力，同时中诚信证评将持续关注相关项目投运后的实际运营情况及可能面临的投资风险。

## 信用评级报告声明

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

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

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

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

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

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

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

## 重大事项

2017年12月4日，根据国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）《关于无偿划转新兴际华集团有限公司所持部分上市公司股份的通知》（国资产权[2017]1151号）的要求，新兴际华集团有限公司（以下简称“新兴际华集团”）无偿划转所持公司6.05%的股份（共计265,693,579股）给中国国新控股有限责任公司的控股子公司——国新投资有限公司、无偿划转所持公司4.25%的股份（共计186,644,250股）给中国诚通控股集团有限公司的控股子公司——北京诚通金控投资有限公司，上述股份合计占公司总股份的10.30%。本次股权划转后，新兴际华集团直接持有公司股权比例由53.87%下降至43.57%，通过全资子公司新兴发展集团有限公司（以下简称“新兴发展集团”）和控股子公司新兴铸管股份有限公司持有公司股份不变（分别持有公司0.24%和4.39%的股份），新兴际华集团合并控制公司的股份由58.50%下降至48.20%，仍为公司控股股东。新兴际华集团是受国务院国资委直接监管的中央企业，国务院国资委持有新兴际华集团100.00%股份，公司实际控制人为国务院国资委。

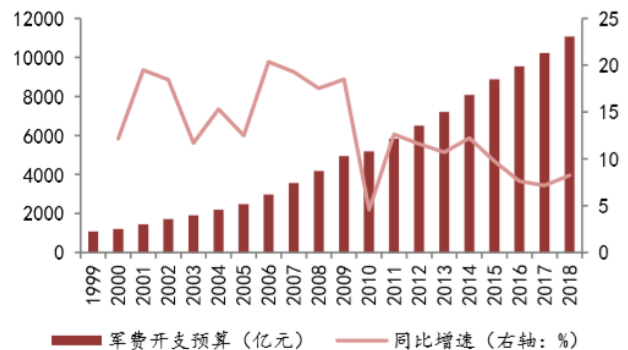
## 行业关注

**近年我国国防工业改革稳步推进，国防建设需求不断增强，国防支出预算规模呈持续增长态势，为军工生产及上下游产业链企业的军品业务发展营造良好的发展环境。**

近年来，我国与周边国家的领土海洋权益争端升温，南海争端持续发酵，朝核问题愈演愈烈，加之中印边境对峙事件，周边安全局势日趋复杂。同时，为保障一带一路的推进、军队改革持续深化和第四代装备换代全面开展，都将刺激中国对国防投入的持续上升。2012~2017年，我国国防费预算增幅分别为11.2%、10.7%、12.2%、10.1%、7.6%和7.1%。2018年，我国中央公共财政拟安排国防支出11,069.51亿元，比上年执行数增长8.1%，是2014年以来首次触底回升，而且这是在财政收入预算增速明显进一步放缓的条件下达到的，表明财政对于

国防军工的高度重视。虽然近年来我国军费增速整体呈下降趋势，但“改革+发展”两大主题的发展仍将支持国防工业改革稳步推进，行业仍将保持较好增长态势。结合目前政策动态，预计我国国防支出预算增速将在“十三五”期间保持在6%左右，预计到2023年国防支出预算或将超过1.43万亿元，总体仍将保持增长态势。

图1：1999年以来中国国防支出预算规模及预测



资料来源：前瞻网，中诚信证评整理

根据英国《简式防务周刊》2017年底发布的世界各大国军费显示，当年美国军费开支为5,827亿美元，远远超过世界其他国家；中国以1,517亿美元保持在世界第二。我国国防支出在近10年来保持近两位数的高速增长，但与中国同样庞大的经济规模相比，国防预算支出占GDP比重约1.5%，不仅低于美国的4%，同样低于其他发达国家及发展中国家，仅略高于受“和平宪法”制约排名第八的日本，未来国防支出仍有较大增长空间。

图2：2017年各国国防预算占GDP比重



资料来源：中商产业研究院，中诚信证评整理

2016年12月4日，习近平主席在中央军委军队规模结构和力量编成改革工作会议强调，军队规模结构和力量编成改革的总体思路是：按照调整优化结构、发展新型力量、理顺重大比例关系、压减数量规模的要求，推动我国军队由数量规模型向质

量效能型、由人力密集型向科技密集型转变。此次会议为下一阶段军改指明了方向，未来我国军队将持续数量精简、质量提高的思路，以高科技武器装备、火力系统、卫星调度和无人机等智能军备为特色，下一阶段军改将加速重点推动国防信息化、战略空军、远洋海军等方面建设。党的十九大也为中国军队标定了强军兴军目标，力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，2050 年全面建成世界一流军队，未来军工产业有望维持较高景气度。

综上所述，在日趋复杂防卫环境下，我国军费支出仍有较大增长空间，且军队建设将由规模型向质量效能型发展，武器装备现代化要求不断提升，为相关领域的军工企业及上下游产业链企业的军品业务发展营造良好的发展环境。

**2017 年以来国内纺织服装行业仍处于低盈利状态，且收入及利润增速整体放缓，在终端需求低迷、行业竞争日趋激烈、原材料价格上涨的背景下，业内企业面临较大的经营压力，预计未来行业将进入新一轮洗牌周期。**

纺织服装业是我国传统优势产业之一，在国民经济中处于重要地位。同时纺织服装行业也是典型的劳动密集型产业，行业集中度低，市场竞争激烈。2011年以来，国内外宏观经济下行、市场需求放缓，而我国纺织服装业在多年产能持续扩张的情况下，已积累了大量库存，在多重不利因素冲击下，我国纺织服装行业进入去产能、去库存的调整转型期，企业面临转型升级压力；同时，国内劳动力成本和运营成本上涨，竞争优势不断被削弱。2017年我国服装行业规模以上企业累计完成服装产量287.81亿件，同比下降2.62%，降幅较2016年同期扩大0.98个百分点，纺织服装业产量增速持续放缓。其中，当年梭织服装产量154.36亿件，针织服装产量133.47亿件，同比分别下降2.72%和2.43%。2018年1~3月，服装行业规模以上企业累计完成服装产量54.29亿件，同比下降5.24%。2017年以来，我国纺织服装行业仍持续推进结构调整和转型升级，主要产品产量持续下降。

在宏观经济下行、行业结构性产能过剩及库存积压的背景下，近年来国内纺织服装行业收入增速

整体回落。根据国家统计局数据，2017年我国服装行业规模以上企业累计实现主营业务收入21,903.86亿元，同比增长1.06%，增速持续回落；利润总额1,263.74亿元，同比增长2.95%。价格方面，2017年全国服装类商品零售价格同比上涨1.1%，较上年同期下降0.02个百分点。2018年1~3月，我国服装行业规模以上企业累计实现主营业务收入4,306.93亿元，同比增长4.22%；利润总额225.35亿元，同比下降3.12%，近期行业收入增速有所回升，但盈利规模下滑，整体盈利水平仍较低。

总体来看，2017年以来国内纺织服装行业仍处于低盈利状态，且收入及利润增速整体放缓，在终端需求低迷、行业竞争日趋激烈、原材料价格上涨的背景下，国内纺织服装企业仍面临较大的经营压力。

产业政策方面，2016年5月，国务院办公厅发布《关于开展消费品工业“三品”专项行动营造良好市场环境的若干意见》，提出对消费品工业“增品种、提品质、创品牌”的“三品”战略，从供给侧和需求侧提高供给质量和效率。2016年9月，工信部发布了《纺织工业发展规划（2016~2020年）》，围绕提升产业创新能力，大力实施“三品”战略，推进纺织智能制造，加快绿色发展进程，促进区域协调发展，提升企业综合实力等重点任务，具体提出：“十三五”期间，规模以上纺织企业工业增加值年均增速保持在6%~7%；纺织品服装出口占全球市场份额保持基本稳定；纺织工业增长方式从规模速度型向质量效益型转变；大中型企业研究与试验发展经费支出占主营业务收入比重达到1%；服装、家纺、产业用三大类终端产品纤维消费量比例达到40:27:33等。“十三五”时期，我国经济发展进入新常态，纺织工业发展环境和形势正发生快速变化，积极把握需求增长与消费升级的趋势，利用好新一轮科技和产业变革的战略机遇，纺织工业将保持中高速发展，加快向中高端迈进。

综合而言，我国纺织服装行业仍处于转型调整期，受竞争激烈、成本压力等不利因素影响，其发展环境仍较为严峻。预计未来纺织服装行业将进入新一轮洗牌周期，在这一阶段中，拥有规模、品牌、



技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

## 业务运营

跟踪期内，公司仍主要从事职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋、纺织印染、防护装具和品牌服装等产品的研发、生产和销售，同时开展以国内、国际贸易为主的商贸物流业务和以际华园商业综合体开发为主的商务服务业务。目前公司是国内最大的军需轻工产品（包括服装、鞋、帽、配饰等）生产制造企业，是中国主要的职业装、职业鞋靴研发生产基地之一，并在中国防护装具市场保持着领先地位。

2017年，公司继续在“优二强三”发展战略<sup>1</sup>的指引下，推动自身产业结构调整和产品结构优化升级。2017年公司实现营业总收入254.40亿元，同比下降6.32%，其中实现主营业务收入251.05亿元，同比下降6.65%，当年除防护装具板块收入有所增长外，职业装、纺织印染、职业鞋靴、皮革皮鞋、贸易及其他等板块收入规模均出现不同程度的下滑。近年来，国内军需品市场逐步放开，市场化招标方式已经常态化，订单承揽难度增加，同时在民品市场公司同样面临着激烈的竞争环境，2017年公司调整订单结构，减少毛利率低、附加值有限的产品订单承揽，更注重订单的盈利能力，当年整体收入规模有所下滑。此外，当年公司贸易及其他板块实现收入115.18亿元，同比下降4.14%，其中贸易业务实现收入112.26亿元，同比下降3.62%，贸易业务规模的缩减也是影响公司业务规模的重要因素。

表 1：2016~2017 年公司分行业主营业务收入情况

单位：亿元、%

行业	2016		2017		收入同比增减
	收入	占比	收入	占比	
职业装	43.79	16.28	37.09	14.77	-15.31
纺织印染	28.38	10.55	27.15	10.82	-4.34
皮革皮鞋	25.42	9.45	22.25	8.86	-12.47
职业鞋靴	43.54	16.19	36.50	14.54	-16.17
防护装具	18.82	7.00	21.20	8.44	12.66
贸易及其他	120.16	44.68	115.18	45.88	-4.14
减：内部抵消数	-11.17	-4.15	-8.32	-3.31	-25.50
<b>合计</b>	<b>268.94</b>	<b>100.00</b>	<b>251.05</b>	<b>100.00</b>	<b>-6.65</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018年1~3月，公司实现营业总收入53.84亿元，同比下降9.12%，其中实现主营业务收入53.19亿元。由于与新兴发展集团等关联方存在同业竞争影响，2018年起公司不再开展电解铜及钢材贸易业务，同时公司预算考核指标倾向于主业收入，贸易业务收入规模进一步压缩，使得近期整体收入规模延续上年下滑趋势。中诚信证评将持续关注公司未来一年的营收表现。

**2017年公司军需品业务综合竞争优势仍较明显，军需品和民品业务协同发展。但受到市场竞争加剧及公司订单结构调整影响，当年职业装等制造业务板块收入整体下滑。**

随着产业结构调整的不断深入，公司已形成职业装、纺织印染、皮革皮鞋、职业鞋靴以及防护装具五大制造业务板块，拥有从原材料生产与采购到产品制造与销售的完整产业链。公司所属企业遍布全国23个省、自治区和直辖市，能有效覆盖全国各地市场需求，在原料供应、生产组织和销售渠道方面具有较强的布局优势和渠道优势。

近年来，公司所属企业陆续开展智能化、自动化生产设备的换装，公司逐步压减中低端产品产能，产能利用率得到综合提高。其中职业装板块，2017年公司继续压缩职业装及各类服装、各类服饰的中低端产品产能，产能规模分别同比减少1,500万套件和900万件；职业鞋靴板块，公司通过对胶鞋企业传统生产线进行限产等，全年减少胶鞋产能500万双；皮革皮鞋板块，当年产能保持稳定，为

<sup>1</sup> 在继续做强做大主业（制造业）的同时，公司积极进入第三产业（制造服务业、商贸物流服务业等），努力打造第二产业与第三产业协调发展、协同共进的主业布局。

1,200 万双；纺织印染板块，公司压缩坯布产能 2,000 万米，同时提升家纺制品产能 200 万件；防护装具板块，公司各缩减防护制品 1,000 万件、帐篷 5 万

顶和携行具 5 万件产能，并将特种车辆的年产能提升至 600 台。截至 2017 年末，公司主要产品产能及产能利用情况如下表 2 所示。

表 2：2017 年公司主要产品产能及产能利用情况

单位：%、个百分点

行业	单位	2016		2017		产能同比增减	产能利用率同比增减
		产能	产能利用率	产能	产能利用率		
<b>职业装</b>							
职业装及各类服装	万套件	6,500	99.69	5,000	100.00	-23.08	0.31
各类服饰	万件	6,900	81.45	6,000	82.45	-13.04	1.00
帽子及手套	万件	1,200	59.83	1,200	100.00	0.00	40.17
<b>职业鞋靴</b>							
职业鞋靴	万双	9,500	76.08	9,000	80.07	-5.26	3.99
橡胶件	吨	3,400	95.63	3,400	88.24	0.00	-7.39
橡胶大底	万件	940	58.23	900	60.00	-4.26	1.77
橡胶	万吨	4.15	82.95	4.15	65.06	0.00	-17.89
<b>皮革皮鞋</b>							
皮革皮鞋	万双	1,200	100.00	1,200	94.03	0.00	-5.97
<b>纺织印染</b>							
纱线	吨	20,000	85.95	20,000	98.24	0.00	12.29
坯布	万米	12,000	96.13	10,000	91.81	-16.67	-4.32
印染色布	万米	9,000	62.28	9,000	80.32	0.00	18.04
针织面料	吨	12,000	68.33	1,200	74.97	0.00	6.64
家纺制品	万件	1,000	93.74	1,200	100.00	20.00	6.26
<b>防护装具</b>							
防护制品	万件	2,000	55.16	1,000	66.44	-50.00	11.28
帐篷	万顶	15	10.99	10	6.06	-33.33	-4.93
携行具	万件	105	32.08	100	77.69	-4.76	45.61
环保滤材	万米	318	42.92	150	48.26	0.00	5.34
特种车辆	台	300	53.33	600	84.33	100.00	31.00
药品片剂	万盒	6,000	51.45	6,000	59.42	0.00	7.97
药品针剂	万支	2,000	8.05	2,000	7.38	0.00	-0.67
原料药	吨	1,500	30.73	1,500	35.99	0.00	5.26
高碳铬铁合金	万吨	10	50.10	10	34.32	0.00	-15.78

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从主要产品产销情况来看，2017 年公司除棉纱产销分别同比增长 11.12% 和 2.89%，皮鞋产量同比增长 2.31% 外，服装、棉布和胶鞋产品产量和销量均有不同程度的下滑，其中当年服装产量为 5,072.88 万件套，销量为 5,272.22 万件套，同比下降 21.71% 和 20.26%。公司面临的市场竞争加剧，同时当年对业务盈利的重视程度提高，缩减部分低利润率的产品订单的承接，订单量缩减，主要产品产销量大多有所下滑。



表 3：2016~2017 年公司主要产品产销情况

单位：%

产品	2016		2017		产量同比增减	销量同比增减
	产量	销量	产量	销量		
服装（万件套）	6,479.94	6,611.46	5,072.88	5,272.22	-21.71	-20.26
棉布（万平米）	11,536.46	11,727.59	11,124.19	10,543.06	-3.57	-10.10
棉纱（吨）	17,189.91	18,029.46	19,102.24	18,549.76	11.12	2.89
皮鞋（万双）	1,206.12	1,210.81	1,234.00	1,150.44	2.31	-4.99
胶鞋（胶鞋）	7,227.99	8,486.48	7,002.72	7,421.25	-3.12	-12.55

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，为了规范采购流程，降低采购成本，提高采购资金使用效率，2017 年公司继续推行大宗物资与装备集中招标采购制度，即通过将子公司分散的采购职能集中到股份公司层面，提高公司议价能力，集中采购有效地降低了设备和原材料的采购成本。公司与大部分原料供应商建立了稳定的合作关系，2017 年前五大供应商采购金额合计 10.34 亿元，占当年采购总额的 5.58%，其中第一大供应商采购金额占比为 1.30%，原料采购供应商集中度保持在较低水平。

表 4：2017 年公司前五大供应商情况

单位：亿元、%

供应商名称	采购金额	采购占比
国药控股分销中心有限公司	2.41	1.30
福州开发区正泰纺织有限公司	2.10	1.13
华北制药股份有限公司物资供应分公司	1.71	0.92
天津沃原物流有限公司	2.04	1.10
云南农垦集团有限责任公司	2.10	1.13
<b>合计</b>	<b>10.34</b>	<b>5.58</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，按产品大类来看，除贸易业务外，公司产品主要分为军需品及民品两类。作为国内最大的军需轻工产品生产制造企业，公司长期作为军队、武警部队的军需品保障基地，为全军部队提供军需品研发生产服务，同时也是国内少数几个面向国际军需品市场的销售、加工基地之一。公司承担了我国军队 60% 左右的军需被装产品生产任务，具有全产品系列、全战区覆盖、全过程服务的能力。2017 年在全军 17 夏常服帽生产中，公司下属 8 家企业承制任务占总量的 95%。

随着军改的不断深入，近年来国内军队和武警

部队采购招投标的市场化建设力度不断加大，市场参与者不断涌入，订单承揽难度增加。2017 年公司实现军需品销售收入 45.44 亿元，同比下降 22.07%，占主营业务收入的比重为 18.10%。2017 年公司来自客户中央军委后勤保障部和中国人民武装警察部队后勤部的销售收入分别为 29.38 亿元和 5.33 亿元，同比分别下降 9.94% 和 34.30%。从军需品采购价格来看，2016 年后，我国军需品采购政策逐步向综合竞标法转化，招标均价逐步企稳回升，2017 年军需品集中招标平均价格较上年提升约 5%，对公司军需品业务盈利带来一定积极影响。2017 年公司军需品产品毛利率为 19.09%，同比提高 4.13 个百分点。

表 5：2016~2017 年公司军需品、民品收入及毛利率情况

单位：亿元、%、个百分点

项目	2016		2017		收入同比增减	毛利率同比增减
	收入	毛利率	收入	毛利率		
军需品	58.30	14.96	45.44	19.09	-22.07	4.13
民品	101.65	7.91	98.75	8.84	-2.85	0.93

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在保持军需品市场优势的同时，公司近年大力拓展民品市场，优化民品结构，实现军需品和民品的协同发展。在行业制服市场上，公司长期以来积极参与公安、司法、检察院、法院、工商、税务、城管等国家统一着装部门和行业制服的研发、标准制定和换装工作，以良好的产品和服务在该领域占有 10% 以上的市场份额。在职业工装市场上，近年公司加大对集团型客户的开拓工作，顺利完成多家特大型企业的换装和配装，并为民航、电信、电力、石油、化工等行业提供具备功能性防护的职业装、职业鞋靴产品，供客户在各种复杂作业环境中使

用。2017年，公司民品业务实现销售收入98.75亿元，同比下降2.85%，占主营业务收入的比重为39.34%。受益于订单结构的优化，当年公司民品业务毛利率为8.84%，同比提高0.93个百分点。

从结算来看，2017年军队客户货款结算方式发生调整，由以往向公司等供应商分批拨付预付款、交货后抵扣转变为取消预付款、按交货进度分批结算，公司一般在发货并取得客户回执后以转账、电汇等方式结算，账期约1个月；民品方面，公司针对不同客户制定不同的信用政策，可向部分行业客户订单收取一定的订金，尾款账期大多为1个月，结算方式包括转账和银行承兑汇票等。受到军队客户结算方式调整影响，公司军需品业务回款效率大幅放缓，加大了运营资金周转压力。

表6：2017年公司前五大销售客户情况

客户名称	单位：亿元、%	
	销售金额	销售占比
中央军委后勤保障部	29.38	11.55
三林万业（上海）企业集团有限公司	28.76	11.31
上海申衡商贸有限公司	5.79	2.28
中国人民武装警察部队后勤部	5.33	2.09
中国铁路总公司	4.30	1.69
<b>合计</b>	<b>73.56</b>	<b>28.92</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017年，公司前五大客户合计销售额为73.56亿元，销售占比为28.92%，其中第一大客户为中央军委后勤保障部，销售额占比为11.55%；第二大客户三林万业（上海）企业集团有限公司和第三大客户上海申衡商贸有限公司均为电解铜贸易业务客户，由于同业竞争限制，2018年起公司未与上述两家客户开展相关业务；第四大客户为中国人民武装警察部队后勤部，销售占比为2.09%。由于军需品市场主体的单一性，公司军需品业务在很大程度上受到中央军委对军需品政策的影响，尤其是中央军委后勤保障部在军需被装方面的政策，中诚信证评将持续关注相关政策变动对公司业务的影响。

表7：2016~2017年公司主营业务收入分地区情况

区域	单位：亿元、%		
	2016	2017	同比增减
国内	259.48	240.48	-7.32
国外	9.46	10.57	11.73
<b>合计</b>	<b>268.94</b>	<b>251.05</b>	<b>-6.65</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售区域来看，公司相关产品主要供应国内的军队、武警和统一着装部门，同时贸易业务以内贸为主，大部分销售收入来源于国内，2017年国内军需品业务销售规模有所下降，致使国内销售收入同比下降7.32%至240.48亿元，销售占比为95.79%。公司拥有军需品出口资质，同时近年来先后并购重组了多家具有领先纺织技术及橡胶加工技术的国际企业，并借并购和重组进入海外市场，提高自身国际知名度和竞争力。2017年公司实现外销收入10.57亿元，同比增长11.73%，出口销售规模逐年扩大，当年防弹衣和防弹板等防弹产品出口增长。

总体来看，作为国内最大的军需轻工产品生产制造企业，2017年公司军需品业务综合竞争优势仍较明显，军需品和民品业务协同发展。但受到市场竞争加剧及公司订单结构调整影响，当年职业装等制造业务板块收入整体下滑。

**2017年公司电解铜贸易收入保持增长，但由于聚氯乙烯树脂、棉花、棉织品和橡胶等贸易品种业务收入下滑影响，整体收入规模有所下降。2018年起公司电解铜及钢材贸易业务经营受限，加之预算考核指标倾向于主业收入，未来贸易业务的开展情况需加以关注。**

公司贸易业务主要由子公司新兴际华国际贸易有限公司负责经营，目前开展有色金属贸易以及围绕职业装、职业鞋靴等与其自身主要制造类业务相关的产业链上下游的原料贸易业务。

2016年以来，公司在控制业务风险的基础上，集中优势资源，拓展了部分电解铜现货贸易业务，2017年电解铜贸易业务实现收入69.60亿元，同比增长18.59%，但包括聚氯乙烯树脂、棉花、棉织品和橡胶等其他贸易品种业务收入大多有所下滑，当年整体贸易业务规模有所萎缩。2017年公司实现贸易业务收入112.26亿元，同比下降3.62%。

表 8：2015~2018.Q1 公司贸易业务经营情况

单位：亿元

品种	2015	2016	2017	2018.Q1
电解铜	20.01	58.69	69.60	0.00
化工	2.34	3.72	6.49	11.24
聚氯乙烯树脂	-	7.95	6.34	0.00
棉花	13.29	8.38	4.81	0.41
服装	2.55	5.77	3.14	0.57
电子产品	-	0.28	2.96	0.00
棉制品	8.37	9.11	2.91	0.24
锌锭	0.15	1.54	2.41	0.00
煤炭	1.51	0.00	1.92	0.00
防弹产品	-	0.96	1.91	0.01
通讯设备	0.71	0.06	1.78	0.00
成品油	3.35	3.61	1.65	0.13
皮革	0.44	1.37	1.63	0.20
橡胶	5.57	8.51	1.29	0.61
有色金属	1.40	2.57	1.16	4.55
布料	1.94	0.84	0.57	0.09
黄牛蓝湿皮	0.86	1.08	0.00	0.00
ABS 树脂	1.82	0.43	0.00	0.00
钢铁	9.82	0.22	0.00	1.95
其他	2.21	1.39	1.68	0.01
<b>合计</b>	<b>76.35</b>	<b>116.48</b>	<b>112.26</b>	<b>20.02</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司电解铜、钢材贸易业务与新兴发展集团等关联方存在同业竞争情况，应监管部门和新兴际华集团的要求，自2017年下半年起公司已逐步控制相关贸易量，且自2018年起，公司不再开展电解铜及钢材贸易业务，未来公司将着重拓展橡胶、焦炭和乙二醇等与自身主要制造类业务相关的产业链上下游的原料贸易业务品种，并将开展棉籽、皮革等部分品种商品的进口业务。2018年1~3月，公司无电解铜贸易业务，钢铁业务主要系经营废铁及废不锈钢等再生资源商品，与关联方不产生同业竞争。

2018年1~3月，公司实现贸易业务收入20.02亿元，由于相关贸易业务品种的经营受限，加之公司预算考核指标倾向于主业收入，近期贸易业务收入规模持续萎缩。

公司贸易业务均为现货贸易，上下游客户大多为贸易商，业务获利空间一般在1%上下，整体盈利水平较低。结算方面，公司一般预收客户5%~20%订金，并签订闭口合同，在交货前收清尾款；采购

结算则通常为现款结算，结算方式主要为银行承兑汇票和银行转账。

总体来看，公司贸易商品经营种类较多，2017年主要经营品种电解铜业务收入保持增长，但由于聚氯乙烯树脂、棉花、棉制品和橡胶等贸易品种业务收入下滑影响，整体收入规模有所下降。2018年起，公司电解铜及钢材贸易业务经营受限，加之预算考核指标倾向于主业收入，近期贸易业务收入规模持续萎缩，中诚信证评将持续关注未来贸易业务的开展情况。

2017年以来公司逐步调整品牌服装的经营策略，缩减店铺数量，整体收入规模小。当前国内服饰行业竞争激烈，且自有品牌推广和运营时间尚短，公司品牌服装业务仍将面临一定的经营风险。

为充分利用公司军需品制造优势，向服装产业链高端延伸，实现转型升级，公司自2013年推出“JH1912”品牌，开拓终端零售环节。

公司“JH1912”品牌服装市场定位中高端，但由于品牌推广时间尚短、运营经验尚浅，市场销量有限，加之前期营销、店面租金等成本费用支出较大，近年来业务均处于亏损状态。为控制经营风险，更贴合国内消费者的需求，2017年以来公司逐步调整经营策略，更新部分服装款式设计，同时缩减店铺数量，截至2017年末直营店数量减少至45家（当年合计新开8家，关闭14家），2018年3月末直营店数量进一步减少至37家。

收入方面，2017年公司品牌服装业务实现销售收入0.31亿元，同比下降13.09%，2018年1~3月收入为0.07亿元，收入规模较小。

表 9：2015~2018.Q1 公司品牌服装经营情况

单位：家、亿元

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
直营店数量	50	51	45	37
销售收入	0.33	0.35	0.31	0.07

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

“JH1912”品牌服装业务是公司未来重点打造的业务之一，将推动公司由生产经营型向品牌运营型的转型升级。但公司品牌服装经营时间较短、经验尚浅，当前国内服饰行业竞争激烈，公司品牌服



装业务经营风险仍需加以关注。

2017年公司际华园项目持续推进，但已投运项目少，整体进度相对缓慢，且投资规模较大，中诚信证评将持续关注际华园及相关项目推进带来的投融资压力、项目投运后的实际运营情况及可能面临的投资风险。

际华园是公司“十三五”期间重要转型升级项目，主要经营商业综合体开发，集“奥特莱斯购物中心、体育运动设施及休闲娱乐中心、商业建筑及配套服务设施”于一体，打造现代综合商业服务业态。截至2017年末，公司在建的际华园项目包括重庆际华园、长春际华园、西安际华园、扬中际华园、咸宁际华园和清远际华园共6个项目。其中，重庆

际华园被国家体育总局确定为首批国家级体育特色小镇，其室内极限运动场馆已于2016年10月试运行，截至2017年末滑雪馆处于在建状态，2018年将启动酒店项目建设；长春际华园项目截至2017年末购物中心一期一阶段主体结构基本完成，运动中心一期一阶段主体结构完成进度约65%，计划2019年下半年试运营。目前，公司仅重庆际华园一期一阶段项目投入试运营，2016~2017年和2018年一季度分别实现收入0.01亿元、0.09亿元和0.02亿元，收入规模小。公司际华园项目相关业态以自持为主，未来计划根据实际经营需要调整自持率及租售情况。截至2017年末，公司际华园项目情况如下表所示。

表 10：截至 2017 年末公司际华园项目建设情况

单位：亿元

项目	项目简介	总投资	拟使用募集资金	投资规模		2018年投资计划内容	开业（计划）时间
				截至2017年末已投资	截至2017年末项目进度		
重庆际华园一期一阶段	征地 943 亩，建设购物中心、运动中心等休闲娱乐旅游目的地	13.51	7.00	11.23	购物中心一期已建成，运动中心已建成，球型餐厅已建成	启动酒店建设	运动中心已试营业
重庆际华园二期二阶段	购物中心一期二阶段、运动中心一期二阶段等	5.10	4.50	0.07	正在建设运动中心一期二阶段室内滑雪馆	完成运动中心一期二阶段室内滑雪馆主体建设	室内滑雪馆预计 2018 年下半年试营业
长春际华园一期一阶段	征地 401 亩，建设购物中心、运动中心等休闲娱乐旅游目的地	15.86	7.01	10.03	购物中心一期一阶段主体结构基本完成，运动中心一期一阶段主体结构完成进度约 65%	基本完成购物中心及运动中心一期一阶段建设	预计 2019 年下半年试营业
长春际华园二期二阶段	购物中心一期二阶段、运动中心一期二阶段及酒店等	4.93	4.50	0.00	购置部分运动设备	启动运动中心一期二阶段建设	-
扬中际华园一期	征地 780 亩，建设奥特莱斯、美食街、探险中心等为一体的休闲旅游度假中心	11.18	8.00	3.63	完成土地购置	启动商业局部建设	暂未明确
西安际华园一期	征地 380 亩，建设购物中心、运动中心等休闲娱乐旅游目的地	10.15	8.00	2.64	完成土地购置	启动运动中心局部建设	暂未明确
咸宁际华园一期	征地 606 亩，新建奥特莱斯购物村、星级酒店、球型餐厅、室内体育中心及其他功能性配套设施	10.51	8.00	1.91	完成土地购置	启动运动中心局部建设	暂未明确
清远际华园一期	征地 540 亩，建设购物中心、运动中心等休闲娱乐旅游目的地	10.53	8.00	2.60	完成土地购置	启动商业局部建设	暂未明确
合计		81.77	55.01	32.11	-	-	-

注：公司将根据实际投建情况调整项目投资进度。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司际华园项目计划总投资 81.77 亿元，2017

年 4 月公司非公开发行股票成功发行，募集资金净

额 43.13 亿元，其中 41.00 亿元资金将配套用于上述 6 个项目。同时，公司前期 IPO 募集资金有 14.01 亿元变更投向后，用于重庆际华园和长春际华园项目。截至 2017 年末，公司际华园项目已投入资金 32.11 亿元，目前尚存在一定的资金缺口，后续仍面临一定投融资压力。此外，在近年我国社会零售品消费总额增速持续放缓的背景下，中诚信证评将持续关注公司际华园项目投产后的实际运营情况及可能面临的投资风险。

此外，从资本性支出计划来看，除上述 6 个际华园项目投资持续推进外，公司今后将继续实施退城入园计划，逐步将现有老厂区迁至新厂区，并实现设备及工艺的升级改造，同时推进企业项目的股权投资及存量土地的综合开发利用等。2017 年公司完成资本性支出 29.50 亿元，2018 年计划完成资本性支出 25.25 亿元，整体规模较大。

表 11：2017 年末公司在建存量土地开发项目情况

单位：亿元

项目名称	开工时间	预计竣工时间	计划投资额	2017 年末账面余额
三五三四一期工程	2013.7	2018.5	1.89	0.51
三五三四二期工程	2013.9	2020.12	1.38	0.23
际华湖北智能纺织生态工业园配套住宅项目一期工程	2017.11	2019.3	1.00	0.62
三五三六际华云端项目	2018.6	2020.12	4.60	1.25
邢台投资财富中心项目	2018.12	2020.12	22.37	0.10
岳阳置业 3517 军工文化园项目（二期至四期）	2018.12	2021.10	25.00	10.90
<b>合计</b>	-	-	<b>56.24</b>	<b>13.60</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年末公司在建存量土地开发项目包括三五三四一期及二期工程、三五三六际华云端项目和岳阳置业 3517 军工文化园项目（二期至四期）等。三五三四一期工程和二期工程为公司位于山西省运城市空港开发区的际华嘉园商业房产项目，其中一期工程住宅项目在售，二期项目未开工；际华湖北智能纺织生态工业园配套住宅项目一期工程系公司为三五四二、新四五两家子公司搬迁改造后，

在新工业园建设职工配套住宅项目，截至 2017 年末该项目已购置 73 亩的土地使用权，未开工；三五三六际华云端项目系公司在原际华三五三六职业装有限公司厂区地块以及原东风悦达（4S）店地块拟投建的住宅房产项目，截至 2017 年末该项目已购置土地使用权，未开工；邢台投资财富中心项目位于邢台市开发区，计划投建城市配套综合体项目，2018 年 1 月相关土地产权证已办理；岳阳置业 3517 军工文化园项目（二期至四期）系公司在际华 3517 橡胶制品有限公司老厂区地块投建一个以军事、军需为主题，集文化创意、娱乐、休闲、购物于一体的文化产业园项目，该项目是岳阳市规划中的洞庭 3517 文旅新城重要组成部分，截至 2017 年末相关地块土地使用权已购置，未开工。公司在建存量土地开发项目主要涉及房地产开发，系在“优二强三”的发展战略指导下，公司以各地方政府“出城入园”政策要求为契机，推进具有高附加值的城市土地资源的综合开发利用，盘活存量土地资源，进一步提升盈利水平，但整体投资规模较大，同时现阶段国内房地产调控政策导向显著抑制投资性购房需求，或将对房地产行业景气度产生影响，中诚信证评将对上述项目投融资进展、后期经营盈利情况及其对公司信用水平的影响保持关注。

总体来看，作为国内最大的军需轻工产品生产制造企业，公司在行业内地位突出，规模优势仍较明显。2017 年受到市场竞争加剧及订单结构调整影响，当年公司职业装等制造业务板块收入下降，加之贸易业务收入有所萎缩，整体收入规模有所下滑，2018 年一季度收入仍呈现下滑趋势，中诚信证评将持续关注公司未来一年的营收表现。同时，公司贸易业务开展因同业竞争受到一定限制，品牌服装业务和际华园项目推进相对缓慢，中诚信证评将对公司多元化拓展导致的投资风险及债务压力保持关注。

## 财务分析

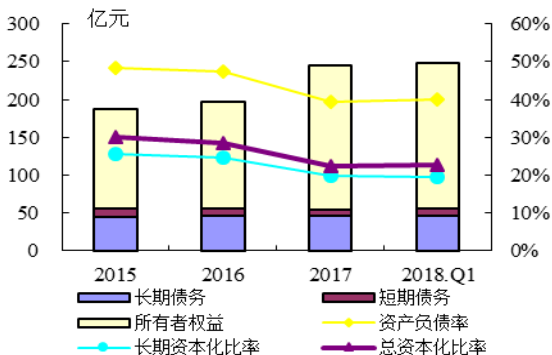
以下财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。公司各期财务报表均按新会计

准则编制，均为合并口径数据。

### 资本结构

近年来，随着业务的发展和际华园等项目建设的推进，公司资产规模逐年扩张，2017 年末资产总额 313.95 亿元，同比增长 16.66%。所有者权益方面，2017 年 4 月，公司非公开发行股票成功发行，募集资金净额 43.13 亿元，加之当年未分配利润的增加，推动全年自有资本实力持续增强，当年末所有者权益合计 190.15 亿元，同比增长 34.35%。2017 年公司负债规模基本维持稳定，当年末负债合计 123.79 亿元。财务杠杆比率方面，得益于自有资本实力的增强，2017 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 39.43% 和 22.29%，较上年末分别下降 7.98 个百分点和 6.09 个百分点。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 319.59 亿元，负债合计 127.81 亿元，所有者权益合计 191.78 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 39.99% 和 22.61%，整体来看，资产负债率处于较低水平。

图 3：2015~2018.Q1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产主要由流动资产构成，2017 年末流动资产合计 182.46 亿元，占总资产比重为 58.12%，主要包括货币资金 65.59 亿元、应收账款 36.04 亿元、其他应收款 18.83 亿元和存货 48.68 亿元。公司货币资金规模较大，主要为银行存款和其他货币资金，其中 2017 年末银行存款余额 62.72 亿元中定期存单余额为 33.42 亿元；其他货币资金余额 2.86 亿元，主要包括银行承兑汇票 1.42 亿元和保函保证金 1.10 亿元。应收账款方面，2017 年公司较 2016 年末开展应收账款保理业务（规模 10 亿元），同时当年由于军队客户货款结算

方式调整，由以往的向公司等供应商分批拨付预付款、交货后抵扣转变为取消预付款、按交货进度分批结算，导致军品销售欠款同比大幅增长，当年末来自于军方、警方、政府职能部门等高信用水平单位应收账款余额 21.78 亿元，而上年末该部分客户货款余额仅为 3.24 亿元；由于上述原因影响，当年末公司应收账款规模合计同比增长 174.91%，增幅较大，当年应收账款周转速度为 9.55 次，同比下降 8.44 次。2017 年末公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为 13.95 亿元，占总应收账款余额的 38.72%，账款账龄集中于一年以内，同时公司根据会计政策相应计提了坏账准备，当年末累计计提坏账准备 1.17 亿元；当年末来自于军方、警方、政府职能部门等高信用水平单位应收账款余额占总应收账款余额的 60.43%，公司按 0.14% 计提比例计提应收账款坏账准备，当年末累计计提坏账准备 0.03 亿元。公司其他应收款主要为押金保证金、往来款和资产处置款等，2017 年末余额同比下降 11.21%，其中因押金及保证金到期收回和部分企业资产处置款收回分别较上年减少 1.09 亿元和 2.32 亿元；需关注的是，公司其他应收款中部分往来账款系以前年度对供应商的预付款，受煤炭、服装行业景气度下行影响，预付对象未能履约交货，相关款项面临较大坏账风险；当年其他应收款共计提坏账准备 0.23 亿元，年末累计计提坏账准备 5.54 亿元。2017 年末公司存货余额 48.68 亿元，同比增长 54.15%，主要原因系根据发展规划公司当年购置土地存货，同比增加 10.85 亿元；当年末存货主要包括原材料 7.20 亿元、在产品 7.33 亿元、库存商品 17.71 亿元、发出商品 1.73 亿元和开发成本 13.60 亿元，公司主要根据订单需求采购原料和组织生产，库存商品等存货积压风险相对可控，同时根据按存货的成本与可变现净值孰低原则相应计提了存货跌价准备，当年末累计计提存货跌价准备 2.46 亿元。当年末公司开发成本主要为三五三六际华云端项目和岳阳置业 3517 军工文化园项目（二期至四期）等项目投入成本，公司对存量土地进行综合开发利用，以进一步提升盈利水平，但投资规模较大，加之当前房地产政策环境趋紧，中诚信证评将



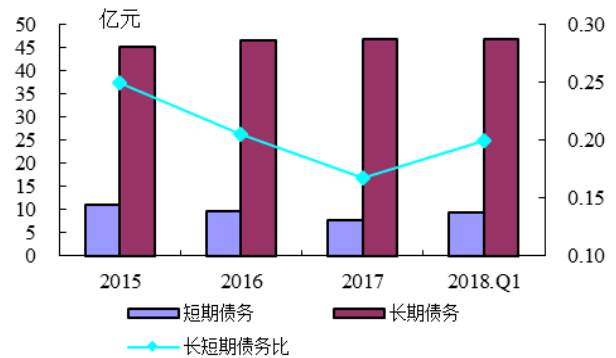
对上述项目投资进展、后期经营盈利情况及其对公司信用水平的影响保持关注。

2017 年末公司非流动资产合计 131.48 亿元，占资产总额的 41.88%，主要包括固定资产 40.94 亿元、在建工程 15.80 亿元、无形资产 45.49 亿元和其他非流动资产 17.48 亿元。公司固定资产主要系房屋建筑、机器设备和运输工具等；在建工程主要为在建的际华园项目和生产基地技改项目等；无形资产主要为土地使用权等，截至 2017 年末，公司在全国范围内拥有土地面积约 1 万亩，其中老厂区土地面积 4,000 余亩。当年末公司其他非流动资产主要包括预付土地出让金 5.53 亿元、预付工程设备款 0.91 亿元和预付项目投资保证金 11.00 亿元，其中预付项目投资保证金为当年新增。截至 2018 年 3 月末，公司流动资产合计 176.07 亿元，占比为 55.09%；非流动资产合计 143.52 亿元，占比 44.91%，资产结构较年初基本保持稳定。

负债方面，2017 年末公司负债合计 123.79 亿元，其中流动负债和非流动负债分别为 64.12 亿元和 59.67 亿元，占比分别为 51.80% 和 48.20%。当年末公司流动负债主要包括短期借款 2.59 亿元、应付票据 5.22 亿元、应付账款 30.01 亿元、预收款项 4.43 亿元、应交税费 9.24 亿元和其他应付款 8.27 亿元。公司短期借款为短期银行借款，应付票据主要为开具的银行承兑汇票，用于补充日常所需营运资金；应付账款主要为需支付的材料款，年末余额同比增长 21.42%；预收款项为预收客户货款，由于军队客户结算方式发生调整，取消预付款、按交货进度分批结算，当年末余额同比下降 48.20%；应交税费为应交的企业所得税和增值税等；其他应付款以往来款为主。2017 年末公司非流动负债主要包括应付债券 44.77 亿元和长期应付职工薪酬 10.29 亿元。公司应付债券为 2015 年发行的 3 期债券，包括 15 际华 01（规模 20 亿元，期限 3+2 年）、15 际华 02（规模 5 亿元，期限 5+2 年）和 15 际华 03（规模 20 亿元，期限 5+2 年），15 际华 01 债券于 2015 年 8 月 7 日发行，票面利率 3.60%，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，其中公司有权决定上调后 2 年债券的票面利率，调整幅

度为 0 至 100 个基点（含本数）；鉴于 2018 年近期国内融资环境收紧、市场利率上扬，公司该期债券或面临投资者到期回售压力，中诚信证评对此予以持续关注。公司长期应付职工薪酬系公司为原有离休人员、原有退休人员、原有遗属及原有内退下岗人员提供的离职后福利及辞退福利等。截至 2018 年 3 月末，公司流动负债合计 68.12 亿元，占比 53.30%；非流动负债合计 59.69 亿元，占比为 46.70%，负债结构较年初保持稳定。

图 4：2015~2018.Q1 公司债务结构情况



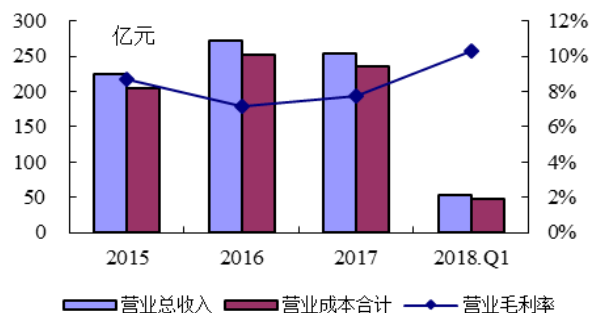
资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

从债务结构来看，公司主要通过银行借款及发行债券进行融资，2017 年末及近期，公司债务规模基本维持稳定，现有债务集中于长期债务。2017 年末公司总债务规模 54.54 亿元，同比下降 2.75%，包括短期债务 7.84 亿元和长期债务 46.70 亿元，当年偿还部分到期银行短期借款，总债务规模小幅下降。当年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由 2016 年末的 0.21 倍下降至 0.17 倍。截至 2018 年 3 月末，公司总债务规模 56.05 亿元，包括短期债务 9.34 亿元和长期债务 46.71 亿元，当期长短期债务比为 0.20 倍。总体来看，公司刚性债务以长期债务为主，债务期限结构合理，但仍需关注 15 际华 01 债券或面临的投资者到期回售压力。

总体来看，得益于利润的积累及非公开发行股票发行的完成，2017 年以来公司自有资本实力不断增强，资产负债率和总资本化比率持续回落，且债务以长期债务为主，债务期限结构合理，整体财务结构仍较为稳健。

盈利能力

图 5: 2015~2018.Q1 公司收入成本构成



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

2017 年公司实现营业总收入 254.40 亿元，同比下降 6.32%，当年除防护装具板块收入有所增长外，职业装、纺织印染、职业鞋靴、皮革皮鞋、贸易及其他等板块收入规模均出现不同程度的下滑。公司面临的市场竞争较为激烈，当年调整产品结构，减少毛利率低、附加值有限的产品订单承揽，当年整体收入规模有所下滑。此外，当年公司贸易业务收入同比下降 3.62%，贸易业务规模的缩减也是影响公司业务规模的重要因素。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 53.84 亿元，同比下降 9.12%。2018 年起公司不再开展电解铜及钢材等经营受限品种的贸易业务，同时预算考核指标倾向于主业收入，贸易业务收入规模进一步压缩，近期整体收入规模持续下滑，中诚信证评将持续关注公司未来一年的营收表现。

毛利率方面，从各业务板块来看，公司职业装、防护装具毛利率逐年提高，贸易及其他板块毛利率逐年下降，纺织印染、皮革皮鞋、职业鞋靴板块毛利率则呈现一定的波动。面对激烈的竞争环境，2017 年以来公司逐步调整产品结构，注重产品订单的盈利能力提升，同时当年军需品招标价格有所上涨，并通过加大集中采购比例有效降低了采购成本，当年主营业务毛利率为 7.38%，同比提高 0.51 个百分点；综合营业毛利率为 7.75%，同比提高 0.62 个百分点。2018 年 1~3 月，公司主营业务毛利率为 9.89%，较上年平均毛利水平有进一步上升，当期综合营业毛利率为 10.27%。总体来看，公司业务获利水平较为有限。

表 12: 2015~2018.Q1 公司分产品主营业务毛利率情况

单位：%

产品	2015	2016	2017	2018.Q1
职业装	10.42	10.96	13.01	14.55
纺织印染	9.20	8.46	9.67	12.55
皮革皮鞋	13.64	13.02	15.47	16.86
职业鞋靴	10.12	7.52	8.05	12.50
防护装具	12.57	15.83	16.84	24.40
贸易及其他	3.21	1.44	0.98	1.55
<b>主营业务毛利率</b>	<b>8.51</b>	<b>6.87</b>	<b>7.38</b>	<b>9.89</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年公司销售费用为 5.29 亿元，同比增长 6.77%，当年为开拓市场而发生的广告宣传费、差旅等相关费用支出同比增加，加之重庆际华园项目计提的长期待摊费用增长使得当年销售费用规模有所增大；管理费用为 9.35 亿元，同比下降 8.51%，当年公司开展专项降本压费工作，推进现场管理和智能化改造，相关费用支出下降，同时根据韬睿惠悦咨询公司的精算报告，当年确认精算利得 1.93 亿元，同比增加 0.94 亿元，相应冲减应付职工薪酬；受益于当年定期存款利息收入增长及手续费等支出减少，当年财务费用同比下降 17.22%，为 1.42 亿元。2017 年，公司期间费用合计 16.06 亿元，同比下降 4.91%，当年期间费用收入占比由上年的 6.22% 上升至 6.31%。2018 年 1~3 月，公司期间费用合计 4.07 亿元，同期三费收入比为 7.55%。整体来看，公司期间费用支出较大，对整体盈利造成一定的侵蚀，公司费用控制能力有待进一步提升。

表 13: 2015~2018.Q1 公司期间费用情况

单位：亿元

	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	5.24	4.96	5.29	1.07
管理费用	10.57	10.22	9.35	2.62
财务费用	1.56	1.72	1.42	0.37
三费合计	17.37	16.89	16.06	4.07
营业总收入	224.38	271.55	254.40	53.84
三费收入占比	7.74%	6.22%	6.31%	7.55%

数据来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

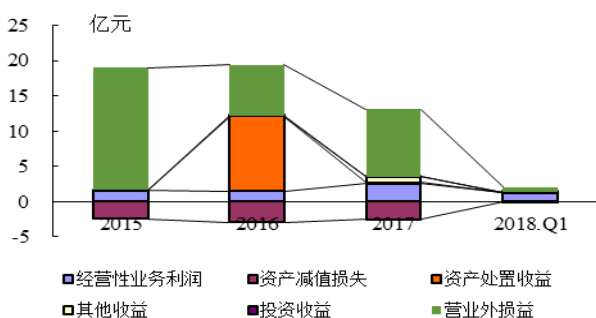
公司利润总额主要由经营性业务利润、资产处置收益<sup>2</sup>、其他收益<sup>3</sup>和营业外损益构成，2017 年利

<sup>2</sup> 根据财政部于 2017 年发布的《财政部关于修订印发一般

润总额为 10.52 亿元，同比下降 36.25%，主要系受到资产处置收益的影响。2016~2017 年，公司资产处置收益分别为 10.70 亿元和 0.12 亿元，其中 2016 年的资产处置收益主要为际华三五二橡胶制品有限公司、际华三五四二纺织有限公司、湖北际华新四五印染有限公司、天津华津制药有限公司土地收储所得，2017 年根据公司整体的自有土地开发计划未处置老厂区土地，当年资产处置收益主要为际华三五二二装具饰品有限公司出售机器设备所得。2017 年公司主营业务获利水平有所提升，且三费支出有所下降，当年经营性业务利润为 2.56 亿元，同比增长 77.49%。2017 年公司确认各类政府补助 11.55 亿元，其中计入其他收益 0.82 亿元，计入营业外收入 9.41 亿元（当年营业外损益合计 9.53 亿元，同比增长 31.72%），按净额法冲减成本费用 1.32 亿元，政府补助为当年利润的主要来源。此外，当年公司确认资产减值损失 2.56 亿元，同比下降 12.44%，对当期利润总额形成一定影响。当年公司最终实现净利润 7.57 亿元，同比下降 37.11%。

2018 年 1~3 月，公司取得利润总额 2.05 亿元，其中经营性业务利润 1.23 亿元，其他收益 0.04 亿元，营业外损益 0.77 亿元，当期实现净利润 1.56 亿元。

图 6：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

总体来看，公司面临的市场竞争较为激烈，

企业财务报表格式的通知》，公司在利润表中新增“资产处置收益”项目，将部分原列示为“营业外收支”的资产处置损益重分类至“资产处置收益”项目，2016 年和 2017 年调整，2015 年不调整。

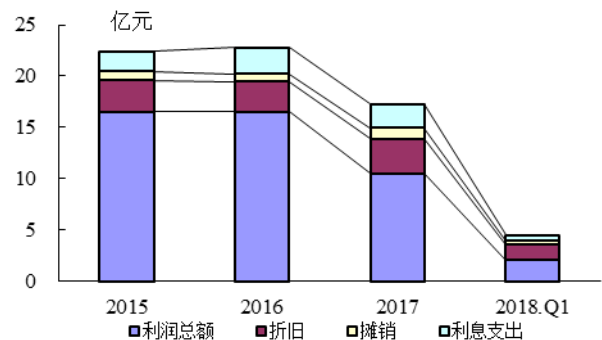
<sup>3</sup> 根据财政部于 2017 年修订的《企业会计准则第 16 号——政府补助》，与公司日常活动相关的政府补助，计入其他收益，不再计入营业外收入。公司对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理，对 2017 年 1 月 1 日至本准则施行日之间新增的政府补助根据本准则进行调整。

2017 年由于订单结构调整及贸易业务收入萎缩影响，业务规模下滑，2018 年一季度营业规模同比仍有所缩减。尽管公司近年来均实现较大规模的盈利，但经营性业务利润规模仍较小，盈利对资产处置收益和政府补助的依赖度较高，中诚信证评对其未来盈利规模及稳定性将予以持续关注。

## 偿债能力

公司 EBITDA 主要由折旧、摊销、利息支出和利润总额构成。受到利润总额减少的影响，2017 年公司 EBITDA 规模为 17.27 亿元，同比下降 37.11%，当年总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 3.16 倍和 7.39 倍，同比分别提高 0.70 倍和下降 1.64 倍，EBITDA 对债务利息的保障能力有所下降，但保障程度仍较高。2018 年 1~3 月，公司 EBITDA 规模为 4.52 亿元，当期总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别 3.10 倍和 7.72 倍。

图 7：2015~2018.Q1 公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

现金流方面，2017 年公司未开展应收账款保理业务使得当年现金流入量同比有所降低，同时当年军队客户货款结算方式调整，由以往的向供应商分批拨付预付款、交货后抵扣转变为取消预付款、按交货进度分批结算，导致军品销售欠款同比大幅增长，加之公司根据发展规划于当年购置土地使用权，新增土地存货 10.85 亿元，以上因素共同导致经营性现金流呈现大幅净流出。2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为 -26.64 亿元，较上年大幅减少 37.90 亿元，当年经营活动净现金流/总债务和经营活动现金流利息保障倍数分别为 -0.49 倍和 -11.41 倍，经营性现金流无法对债务利息的偿还形成保障。2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金



流量净额-2.70 亿元，呈小幅净流出状态，当期经营活动净现金流/总债务和经营活动现金流利息保障倍数分别为-0.19 倍和-4.62 倍，中诚信证评将持续关注公司未来经营性现金流的表现。

**表 14：2015~2018.Q1 公司主要偿债指标**

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
总资产（亿元）	253.03	269.11	313.95	319.59
总债务（亿元）	56.24	56.08	54.54	56.05
资产负债率（%）	48.30	47.41	39.43	39.99
总资本化比率（%）	30.07	28.38	22.29	22.61
经营活动净现金流（亿元）	5.06	11.26	-26.64	-2.70
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.20	-0.49	-0.19
经营活动净现金/利息支出（X）	2.58	4.46	-11.41	-4.62
EBITDA（亿元）	22.41	22.77	17.27	4.52
总债务/EBITDA（X）	2.51	2.46	3.16	3.10
EBITDA 利息倍数（X）	11.42	9.03	7.39	7.72

资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

截至 2018 年 3 月末，公司获得多家银行提供的授信总额 54.51 亿元，已使用授信 6.76 亿元，剩余授信额度为 47.75 亿元。同时作为上市公司，公司可从资本市场取得资金支持，融资渠道较为畅通。整体来看，公司备用流动性较充裕，财务弹性较强。

受限资产方面，截至 2018 年 3 月末，公司受限资产总额 50.48 亿元，占总资产的比重为 15.76%，其中将账面价值 2.86 亿元的固定资产和无形资产作为取得银行借款的抵押物；公司有 0.30 亿元无形资产和 0.23 亿元固定资产因诉讼被查封；公司有 39.00 亿元货币资金受限，主要为定期存单（32.86 亿元）以及作为银行承兑汇票、保函、担保函和信用证的保证金等。

或有事项方面，截至 2018 年 3 月末，公司担保余额 1.90 亿元，担保比率为 0.99%，其中对外担保余额 259.75 万元，对内担保余额 1.87 亿元。公司对外担保系由子公司新疆际华七五五五职业装有限公司（以下简称“七五五五公司”）为新疆军区后勤部乌鲁木齐生产基地提供银行借款担保，担保范围为借款本金 150.00 万元及利息、违约金及银行实现债权的费用，借款期限 1997 年 7 月 30 日至 2001 年 7 月 30 日；该笔借款逾期后，银行已将此

笔贷款作为不良资产将债权转给长城资产管理公司；2008 年 9 月长城资产管理公司为追偿该笔贷款及利息，对七五五五公司提起诉讼，要求七五五五公司履行担保责任，代为偿还贷款及利息费用；该案已于 2009 年 2 月 19 日由乌鲁木齐市中级人民法院作出判决：判决七五五五公司承担贷款本金及利息共计 259.75 万元的连带保证还款责任；七五五五公司遂提出上诉，目前案件仍未结案。截至 2018 年 3 月末，公司对内担保对象共 4 家子公司，包括对际华三五四二纺织有限公司担保 1.00 亿元、对天津金汇药业有限公司担保 0.12 亿元、对际华（香港）威斯塔科技有限公司 0.22 亿元和对 JHCTC 股份有限公司担保 0.53 亿元，其中天津金汇药业有限公司和际华（香港）威斯塔科技有限公司 2017 年末的资产负债率均超过 100.00%；由于子公司过高的负债率可能引致的或有负债风险，中诚信证评对此将予以持续关注。

截至 2017 年末，公司及下属子公司存在以下金额在 2,000 万以上的未决诉讼、仲裁情况，中诚信证评对此将持续关注：

1、际华三五四三针织服饰有限公司与肃宁卓尔纺织制品有限公司两个合同纠纷案

2017 年 4 月 22 日，肃宁卓尔纺织制品有限公司（以下简称“肃宁卓尔”）就其与际华三五四三针织服饰有限公司（以下简称“三五四三”）之《关于家居服等系列产品的合作协议》及其补充协议的履行纠纷事宜向肃宁县人民法院提起诉讼，请求判令三五四三返还 11,926,298.42 元，并对未出售产品重新计算肃宁卓尔的成本。肃宁卓尔后变更诉讼请求为三五四三返还 2,452.59 万元。

就前述案件的《关于家居服等系列产品的合作协议》及其补充协议的履行，三五四三于 2017 年 5 月 16 日，以合同纠纷为由向保定市中级人民法院提起诉讼，请求判令：1) 解除三五四三与肃宁卓尔之间的《关于家居服等系列产品的合作协议合作期满后的补充协议》；2) 肃宁卓尔向三五四三支付货款 19,316,345.42 元及逾期付款期间的违约金；3) 肃宁卓尔向三五四三支付原材料款 2,608,023.54 元及逾期付款期间的违约金；4) 肃宁卓尔返还合作

期内三五四三提供的所有尚未销售的产成品，价值约 76,749,700 元；5) 肃宁卓尔向三五四三支付货款 2,474,343.92 元及逾期付款损失。

根据北京市兰台律师事务所对此出具的法律分析意见，保定市中级人民法院出具了（2017）冀 06 民初 105 号民事裁定书，冻结肃宁卓尔名下银行账户存款以及资产：a.冻结肃宁卓尔名下所属中国工商银行沧州福宾支行账户人民币 4,375.94 万元，该账户已有在先查封人民币 200 万元，账户存款为 700 元；b.冻结肃宁卓尔公司名下所属中国工商银行肃宁县支行账户人民币 4,375.94 万元，该账户未有在先查封，账户存款为 400 元；c.查封肃宁卓尔公司名下土地使用权，土地已有在先查封，具体轮候次数及其在先查封金额不知；d.查封肃宁卓尔公司名下房产，房产已有在先查封，具体轮候次数及其在先查封金额不知。两案合并一案审理，尚未开庭。据此，公司将与肃宁卓尔相关的往来全额计提减值准备，对未能掌握的存货全额计提跌价。

2、际华三五零二资源有限公司诉唐山安泰钢铁有限公司、高雄买卖合同纠纷案

2015 年 5 月 22 日，三五零二资源以买卖合同纠纷为由向石家庄市中级人民法院提起诉讼，请求判令唐山安泰钢铁有限公司（以下简称“安泰公司”）支付货款 114,177,510.3 元，返还垫付款 20,000,000 元，返还预付款 13,695,220.23 元，支付违约金 12,240,290.244 元及除违约金外的逾期付款利息；高雄对前述款项承担连带保证责任；三五零二资源对抵押物（40 吨转炉设备）拍卖、变卖的价款优先受偿。

2016 年 6 月 17 日，石家庄市中级人民法院作出（2015）石民三初字第 00216 号《民事判决书》，判决：1) 安泰公司支付货款 114,615,647.85 元及违约金、预付款 13,695,220.23 元及利息、垫付款 2000 万元及利息；2) 三五零二资源对安泰公司提供抵押的转炉设备拍卖、变卖的价款享有优先受偿权；3) 高雄对安泰公司应支付的货款、垫付款在转炉设备拍卖、变卖的价款之外的部分承担连带清偿责任。

截至 2018 年 3 月末，本案尚在执行中，被告

安泰公司已经停产。

3、唐山宝鑫商贸有限公司诉际华三五零二资源有限公司买卖合同纠纷案

2014 年 10 月 27 日，唐山宝鑫商贸有限公司（以下简称“唐山宝鑫”）以买卖合同纠纷为由向唐山市中级人民法院提起诉讼，请求判令三五零二资源支付其货款及违约金合计 35,770,162.95 元，并支付相应利息。

2014 年 12 月 30 日，河北省唐山市中级人民法院作出（2014）唐民初字第 474 号《民事判决书》，判决三五零二资源支付唐山宝鑫上述货款、违约金及相应利息。2015 年 2 月 9 日，三五零二资源向河北省高级人民法院提起上诉。2015 年 7 月 23 日，河北省高级人民法院裁定本案按三五零二资源撤回上诉处理。2015 年 9 月 22 日，三五零二资源收到唐山市中级人民法院送达的执行通知书。

截至 2018 年 3 月末，本案尚在执行中，三五零二资源已无可供执行的财产。

4、文登际华实业有限公司诉陈定义、阿拉善盟义超石头纸业有限公司、际华三五零二资源有限公司买卖合同纠纷案

文登际华实业有限公司（以下简称“文登公司”）以买卖合同纠纷为由向石家庄市中级人民法院提起诉讼，请求判令陈定义、阿拉善盟义超石头纸业有限公司（以下简称“阿拉善纸业”）、三五零二资源偿还文登公司欠款本金 62,846,972.83 元及利息 4,353,000 元。

2016 年 10 月 18 日，石家庄市中级人民法院作出（2016）冀 01 民初 48 号《民事判决书》，判决：1) 陈定义偿还本金 18,000,000 元及利息；2) 陈定义、阿拉善纸业偿还本金 28,768,714.93 元及利息；3) 陈定义、阿拉善纸业偿还本金 1,669,500 元及利息；4) 三五零二资源承担连带清偿责任。

截至 2018 年 3 月末，本案尚在执行中。

5、文登际华实业有限公司诉梁金成、青铜峡市鑫程物贸有限公司、际华三五零二资源有限公司买卖合同纠纷案

2016 年 3 月 15 日，文登公司以买卖合同纠纷为由向石家庄市中级人民法院提起诉讼，请求判令

梁金成、青铜峡市鑫程物贸有限公司（以下简称“鑫程公司”）、三五零二资源偿还欠款本金 59,542,487.62 元及利息。

2017 年 10 月 9 日，石家庄市中级人民法院作出（2016）冀 01 民初 174 号《民事判决书》，判决梁金成、鑫程公司向文登公司偿还上述本金及利息，三五零二资源承担连带清偿责任。

截至 2018 年 3 月末，本案尚在执行中。

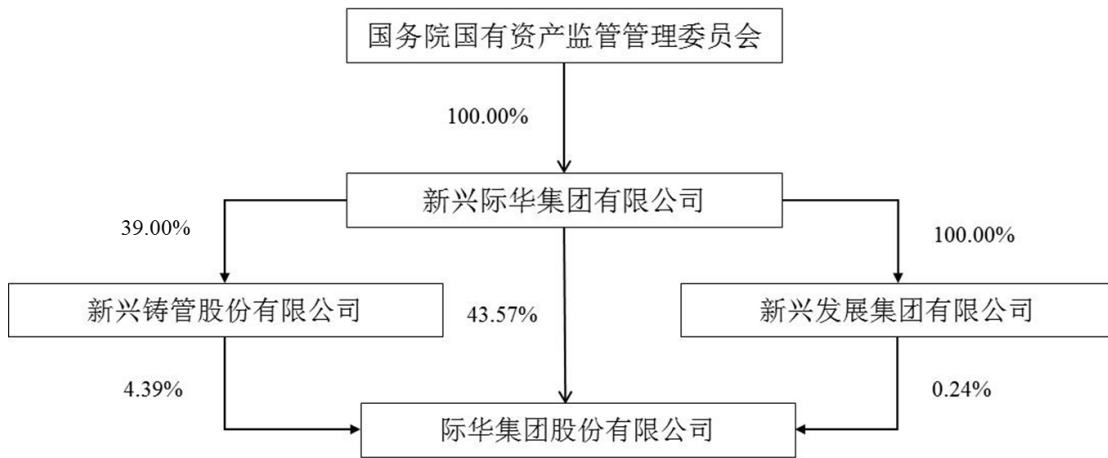
总体来看，作为国内最大的军需轻工产品生产制造企业，公司规模优势突出，产业地位优势仍较明显，同时积极拓展贸易、品牌服装和际华园等多元化业务，未来仍具有一定的业务发展空间。财务方面，公司财务杠杆比率较低，债务期限结构合理，财务结构较稳健；同时近年盈利规模较大，EBITDA 对债务利息的保障程度较高，货币资金储备较充足，整体的债务偿还能力极强。同时，关注到公司经营业务利润规模仍较小，盈利对资产处置收益和政府补助的依赖度较高，同时 2018 年近期业务收入持续下滑，中诚信证评对此将予以持续关注。

## 结 论

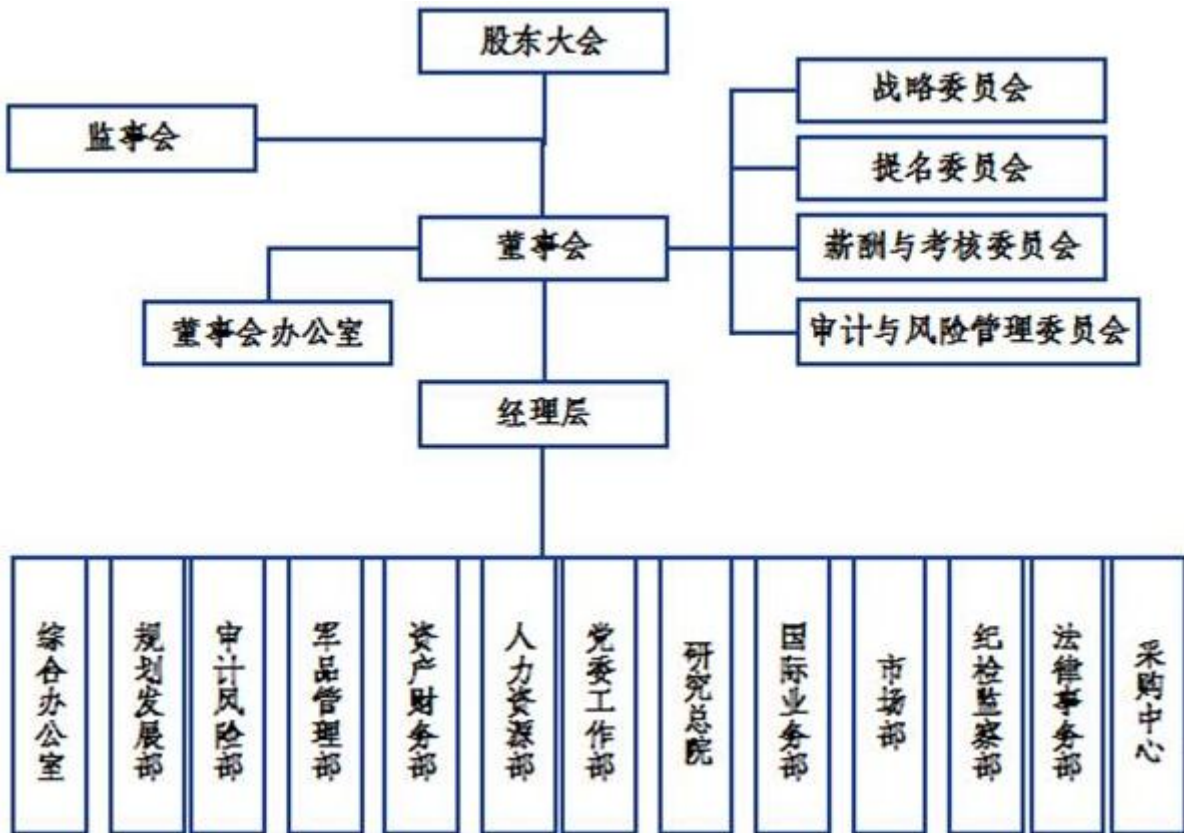
综上，中诚信证评维持际华集团主体信用等级 **AAA**，评级展望稳定；维持“际华集团股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）”、“际华集团股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）”信用等级 **AAA**。



附一：际华集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附二：际华集团股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



**附三：际华集团股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	571,550.16	605,934.71	655,915.72	587,273.43
应收账款净额	142,209.82	131,084.44	360,364.28	353,541.24
存货净额	390,873.55	315,782.71	486,794.23	518,339.46
流动资产	1,343,464.12	1,446,681.90	1,824,649.44	1,760,696.65
长期投资	15,334.54	14,885.63	21,753.19	21,752.45
固定资产合计	509,601.36	572,522.70	610,164.94	610,082.45
总资产	2,530,344.15	2,691,102.21	3,139,455.61	3,195,863.85
短期债务	112,155.65	95,711.27	78,379.67	93,374.89
长期债务	450,276.91	465,084.41	467,008.18	467,078.49
总债务	562,432.56	560,795.67	545,387.84	560,453.38
总负债	1,222,110.80	1,275,768.23	1,237,912.67	1,278,067.34
所有者权益（含少数股东权益）	1,308,233.35	1,415,333.99	1,901,542.94	1,917,796.51
营业总收入	2,243,756.13	2,715,533.63	2,543,998.98	538,421.39
三费前利润	189,232.93	183,345.10	186,220.51	52,993.74
投资收益	774.15	585.54	567.40	4.11
净利润	112,743.44	120,446.47	75,742.97	15,628.67
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	224,050.45	227,697.22	172,721.12	45,151.07
经营活动产生现金净流量	50,553.41	112,579.29	-266,412.14	-26,982.12
投资活动产生现金净流量	-399,787.70	-125,894.74	-144,650.00	2,075.93
筹资活动产生现金净流量	277,387.96	-9,346.49	379,661.19	1,710.82
现金及现金等价物净增加额	-71,808.90	-22,441.49	-31,419.02	-23,170.41
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	8.67	7.13	7.75	10.27
所有者权益收益率（%）	8.62	8.51	3.98	3.26
EBITDA/营业总收入（%）	9.99	8.38	6.79	8.39
流动比率（X）	1.57	1.70	2.09	1.82
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.20	-0.49	-0.19
经营活动净现金/短期债务（X）	0.45	1.18	-3.40	-1.16
经营活动净现金/利息支出（X）	2.58	4.46	-11.41	-4.62
EBITDA 利息倍数（X）	11.42	9.03	7.39	7.72
总债务/EBITDA（X）	2.51	2.46	3.16	3.10
资产负债率（%）	48.30	47.41	39.43	39.99
总资本化比率（%）	30.07	28.38	22.29	22.61
长期资本化比率（%）	25.61	24.73	19.72	19.59

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2016~2017年末和2018年3月末长期应付款为融资租赁款，进行相关财务指标计算时均计入长期债务；

3、2018年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA指标经年化处理。



**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

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

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

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

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

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

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

### 主体信用评级等级符号及定义

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

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

### 评级展望的含义

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

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