

河南新野纺织股份有限公司

2017 年面向合格投资者公开发行 公司债券 2019 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【57】号 01

债券简称：
17 新野 01
债券剩余规模：
3 亿元
债券到期日期：
2022 年 07 月 26 日
债券偿还方式：
每年付息一次，到期一
次还本，附第 2 年末和
第 4 年末公司调整票面
利率选择权和投资者回
售选择权

分析师

姓名：
马琳丽 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
mail@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
纺织制造企业主体长期
信用评级方法，该评级
方法已披露于公司官方
网站。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

河南新野纺织股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发 行公司债券 2019 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	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 04 日	2018 年 06 月 01 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对河南新野纺织股份有限公司（股票代码：002087；以下简称“公司”）及其 2017 年 7 月 26 日面向合格投资者公开发行的公司债券（以下简称“17 新野 01”或“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内公司收入及盈利水平有所提升，且公司继续享受税收优惠和政府补贴。同时中证鹏元也关注到，棉花价格波动不利于公司成本控制，公司资产质量一般，有息债务规模较大且以短期为主，面临较大短期偿债压力以及一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司收入及盈利水平有所提升。随着公司本部智能纺纱项目的完全达产，公司新增 2.5 万吨纱线产能，纱线产销同比均显著增加，带动收入利润有所提高。2018 年公司实现营业收入 60.60 亿元，同比增长 16.64%，实现利润总额 4.32 亿元，同比增长 36.05%。
- 公司继续享受税收优惠和政府补贴。公司享受出口退税及部分子公司免征企业所得税等多项税收优惠政策，减轻了公司税负压力，且 2018 年公司收到政府补助合计 1.40 亿元，对公司利润形成有益补充。

关注:

- **棉花在公司生产成本中占比较大，其价格波动不利于公司成本控制。**棉花在公司生产成本中约占 70%，其价格受到种植面积、气候条件、经济周期变化和游资炒作等因素影响较大，从 2018 年 5 月中旬开始，我国 328 棉花现货价格一路上行，5-6 月间涨幅一度达 9%。若未来棉花价格继续大幅波动，将不利于公司成本控制。
- **公司高档针织面料项目产能消化及预期收益尚待观察。**公司高档针织面料项目总投资为 4.56 亿元，设计年产能 2 万吨，于 2018 年 6 月完工并试生产，当年实现利润 236.89 万元。目前纺织服装行业面临较大的发展压力，且高档针织面料对于公司而言属于新业务领域，其产能消化及预期收益有待观察。
- **公司应收账款和存货增长较快对营运资金的占用较多，需关注应收账款损失及存货跌价风险。**截至 2018 年末，公司应收账款为 7.37 亿元，同比增长 19.19%，规模较大且增长较快；存货共计 28.05 亿元，其中原材料 16.28 亿元，同比增长 56.18%，公司存货均未计提跌价准备，需关注跌价风险；此外 2018 年末公司受限资产合计 18.42 亿元，占总资产的比重为 18.87%，资产流动性较弱。
- **公司有息债务规模较大且以短期为主，短期偿债压力较大。**2019 年 3 月末，公司有息债务规模为 43.36 亿元，其中短期有息债务 34.26 亿元，占有息债务的 79.02%，占比较高；同期公司流动比率和速动比率分别为 1.32 和 0.65，均较 2017 年末显著降低，公司短期偿债能力指标表现较弱，短期偿债压力较大。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2019 年 3 月末，公司对外担保金额为 5.87 亿元，占期末净资产的比重为 14.47%，且被担保企业多属于传统制造业，经营情况易受宏观经济影响，公司面临一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）:

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	915,631.46	976,069.57	911,819.89	793,443.29
归属于母公司所有者权益合计	397,954.74	390,487.04	327,474.50	295,090.92
有息债务	433,559.02	501,581.40	470,996.68	396,682.00
资产负债率	55.70%	59.21%	64.09%	62.81%
流动比率	1.32	1.24	1.91	1.46
速动比率	0.65	0.64	1.10	1.06
营业收入	147,935.47	605,988.93	519,520.21	408,546.73
营业利润	9,139.04	42,102.62	30,888.36	9,778.50
净利润	7,647.53	38,886.86	29,308.92	20,745.52
综合毛利率	16.60%	17.46%	17.28%	17.57%

总资产回报率	-	7.11%	6.22%	5.88%
EBITDA	-	92,798.56	75,803.58	60,853.87
EBITDA 利息保障倍数	-	3.88	3.57	3.18
经营活动现金流净额	61,675.11	15,050.82	10,629.70	15,372.59

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]490号文核准，公司于2017年7月26日面向合格投资者公开发行“17新野01”，募集资金人民币3亿元。本期债券募集资金用途为偿还公司债务，根据公司2018年年度报告披露，截至2019年04月30日，募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2018年公司名称及主营业务未发生变更，截至2019年3月末，公司股本为816,794,335股，其中新野县财政局持股比例为27.30%，仍为公司控股股东及实际控制人。截至2019年3月末，公司前十大股东情况如下表所示。

表 1 截至 2019 年 3 月末公司前十大股东情况

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例
1	新野县财政局	222,960,192	27.30%
2	新野县供销合作社联合社	13,995,800	1.71%
3	新野县棉麻集团公司	11,269,440	1.38%
4	招商银行股份有限公司-国泰聚优价值灵活配置混合型证券投资基金	9,808,570	1.20%
5	夏重阳	9,700,000	1.19%
6	中国农业银行股份有限公司-国泰金牛创新成长混合型证券投资基金	6,190,401	0.76%
7	邢金生	5,602,300	0.69%
8	交通银行股份有限公司-长信量化先锋混合型证券投资基金	4,623,700	0.57%
9	蔡帆	4,530,000	0.55%
10	UBS AG	4,161,200	0.51%

资料来源：公司 2019 年一季度报告，中证鹏元整理

2018年公司新设2家子公司、注销2家子公司，截至2018年末，公司纳入合并范围的子公司仍为12家，详见附录二。

表 2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况			
子公司名称	持股比例	业务性质	合并方式
阿拉山口宇华纺织科技有限公司	100.00%	棉纺	设立
新野县汉凤纺织销售有限公司	100.00%	棉纺	设立
跟踪期内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	业务性质	不再纳入合并原因

新疆新野纺织棉业有限公司	100.00%	贸易	注销
新野县银珠棉业有限公司	100.00%	棉花加工销售	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、运营环境

纺织业规模增速继续回落，行业投资更加理性化，长期来看国内产能向海外转移趋势将会持续

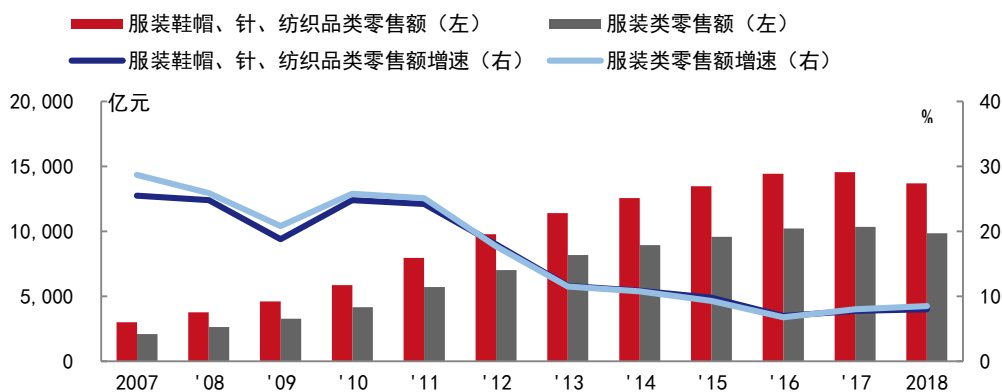
近年纺织行业规模保持扩张态势，但增速明显放缓，行业投资更加理性化。2018年纺织业固定资产投资完成额同比增长5.1%，增速较上年放缓0.8个百分点。当前纺织业受制于产业结构调整，盲目扩张得以遏制，未来行业整体投资有望更加理性化，行业规模增速保持较低水平。2018年纺织行业产能利用率为79.8%，同比下降0.4个百分点。从布、纱的产量上来看，2018年我国布和纱产量分别为498.9亿米和2,976.0万吨，同比均微幅下降。2018年末，纺织业规模以上企业（主营业务收入2,000万以上）产成品存货的期末值为1,478.4亿元，仍处于较高的水平。

国内产能存在向海外转移的趋势。目前，国内多家上市纺织公司已开始海外产能的扩张，包括行业龙头企业鲁泰A、百隆东方及华孚时尚等公司。鲁泰A已经在越南、柬埔寨及缅甸等地设立了生产基地，2018年11月，鲁泰A公告称拟进一步投资6,000万美元，建设14.4万锭纺纱及3,000头气流纺项目。百隆东方在越南的纺织项目于2012年投产，目前越南总产能占比约为50%。华孚时尚在越南的28万锭纱线产能已达产，考虑到我国人力成本持续上升，制造业成本优势逐步被削弱，而东南亚、南亚等国家劳动力等成本更为廉价，长期来看，国内产能向海外转移的趋势将会持续。

国内纺织服装需求增速弱势反弹，但经济增速下行对纺织业终端需求的不利影响或将持续

自2011年以来，纺织服装（含鞋帽、针、纺织品）需求增速放缓趋势明显，但2017年开始扭转下滑态势，呈现弱势反弹，2018年我国限额以上企业服装鞋帽、针、纺织品类零售额为1.37万亿元，同比增长8.0%，增速同比提升0.2个百分点，且显著高于当期社会消费品零售总额增速。但鉴于目前我国经济增速下行压力仍较大，经济增速下行对纺织业终端需求的不利影响或将持续。

图1 国内服装鞋帽、针、纺织品类零售保持低速增长，但增速回升

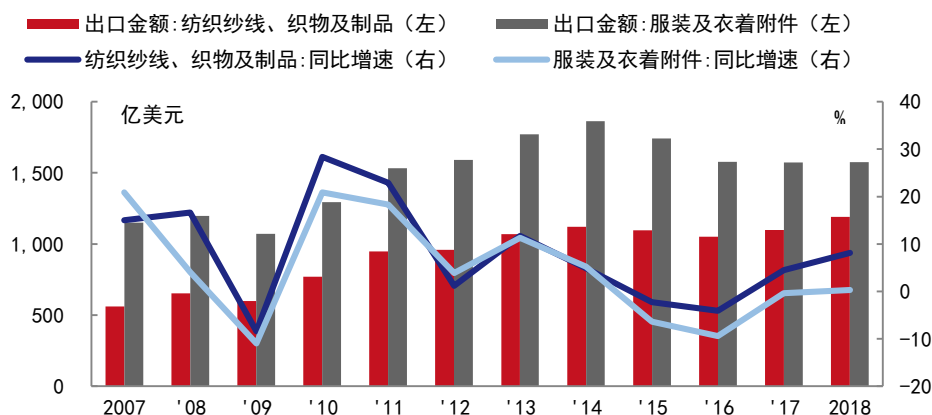


注：图中零售额绝对数与增速趋势不同系统统计口径影响；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

纺织品出口端回暖，但中美贸易摩擦将对出口造成较大不利影响

我国纺织品和服饰出口自2015年起呈负增长，这一趋势2017年得以改善，当年纺织纱线、织物及制品出口增速转正，2018年累计出口纺织纱线、织物及制品1,190.98亿美元，累计同比增长8.10%，延续了2017年较好的增长态势，纺织品出口整体有所回暖。

图2 服装纺织出口端回暖



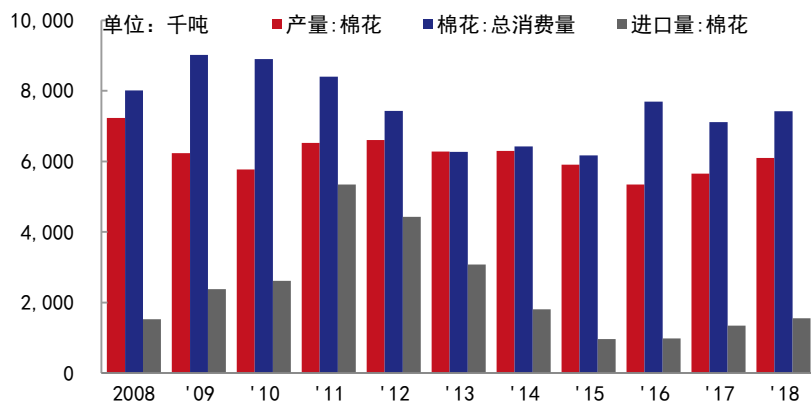
资料来源：Wind，中证鹏元整理

但近来中美贸易摩擦不断，将对纺织业出口造成不利影响。2018年特朗普政府对中国的多项产品征收“一揽子关税”，在我国回击美国的加税之后，2018年7月10日，特朗普政府威胁对中国2,000亿美元的商品加征10%的关税，其中涉及全部种类的纺织纱线、织物、产业用制成品等，仅服装、家纺等终端商品暂未列入。据商务部消息，2019年5月10日，美方已将2,000亿美元中国输美商品的关税从10%上调至25%。此次加征关税，将对纺织业出口造成较大的不利影响。

随着国储棉库存消化，未来我国棉花供需缺口可能继续扩大，中长期棉花价格具有上行趋势，会给棉纺企业盈利能力带来一定压力

2018年国内棉花播种面积为335.23万公顷，较上年增加15.76万公顷，全年棉花产量为419.9万吨，较上年小幅上升，棉花消费量为742.4万吨，由于进口配额的限制，供需缺口主要由国储棉投放补足。截至2018年9月30日，本年度储备棉轮出结束，累计计划出库431.2万吨，实际成交250.6万吨。随着国储棉轮出，库存逐年减少，未来我国棉花供需缺口可能继续扩大。

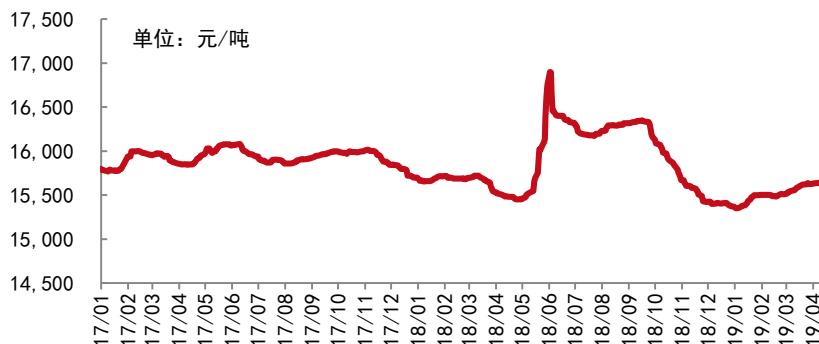
图3 棉花供需缺口可能继续扩大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国棉花价格自2016年开始上涨，2017年整体保持平稳，从2018年5月中旬开始，328棉花现货价格一路上行，其中2018年6月19日达到最高点每吨16,402.00元，5-6月间涨幅一度达9%。2018年下半年，棉花价格整体有所回落，但2019年以来有抬升趋势，考虑到棉花供需缺口可能继续扩大，从中长期来看我国棉花价格具有上行趋势，对以棉花为主要原料的纺织企业来说，原料的采购成本占企业总成本比重较高，原材料价格上涨对棉纺企业成本形成一定压力。

图4 328棉花现货价格波动较大，长期具有上行趋势

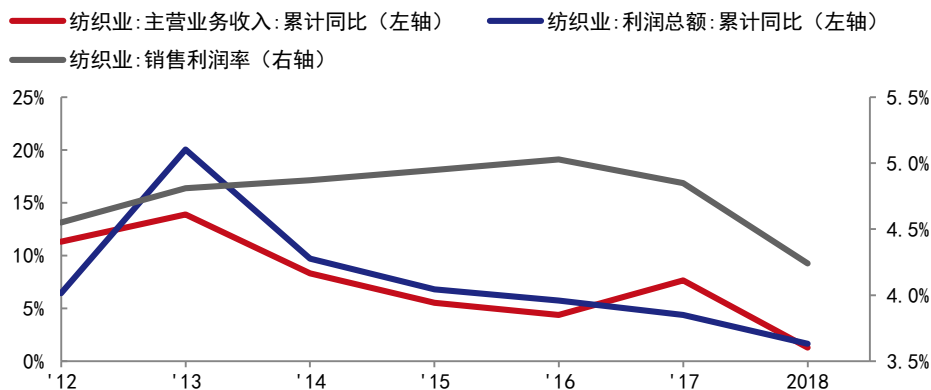


资料来源：Wind，中证鹏元整理

行业盈利能力有下降趋势，上市公司业绩表现好于行业平均，规模效应明显

2018年纺织业规模以上企业（主营业务收入2,000万以上）主营业务收入27,242亿元，同比增长1.3%，利润总额1,265亿元，同比增长1.7%；销售利润率为4.6%，较上年下降0.6个百分点。规模以上企业主营业务收入下滑，销售利润率有所下降，纺织行业增长压力仍较大。

图5 纺织业运行效益下滑



资料来源：Wind，中证鹏元整理

规模以上企业主营收入及利润率下滑的同时，行业内上市公司保持了较好的增长。截至4月中旬，从A股纺织制造行业已公布年报的23家上市公司来看，整体营业收入保持增长，且净利润规模不断提升，实现营业收入合计639.06亿元，同比增长17.75%；实现利润总额合计71.68亿元，同比增长12.89%，平均毛利率为23.39%，同比提高0.76个百分点。因此行业上市公司业绩表现好于行业平均，规模效应仍然较为明显。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务仍然是棉纺织品的加工与销售，主要产品为坯布面料系列产品及纱线系列产品；同时公司根据棉花市场行情及自身棉花余缺情况开展棉花销售业务。2018年受益于纱线产销规模的扩大，带动公司整体实现营业收入605,988.93万元，同比增长16.64%。毛利率方面，整体保持稳定，但纱线小幅下滑，此外受购棉成本提升影响，公司原棉销售毛利率有所下降。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
纱线	381,988.50	18.70%	288,784.45	19.16%
坯布面料	149,483.71	18.64%	131,404.89	18.27%

色织面料	856.25	11.91%	6,210.49	12.05%
原棉	71,326.07	5.71%	91,622.77	8.92%
其他	2,334.39	100.00%	1,497.60	100.00%
合计	605,988.93	17.46%	519,520.21	17.28%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在本部、新疆宇华纺织科技有限公司（以下简称“宇华纺织”）、新疆锦域纺织有限公司（以下简称“锦域纺织”）、阿克苏新发棉业有限责任公司（以下简称“新发棉业”）设立4处生产基地，其中公司本部生产产品包括棉纱、棉布，其他三处生产基地均位于新疆，生产棉纱。公司产品以按订单生产为主，并根据客户的实际需求和自身产品的定位，调整产品结构。跟踪期内，公司坯布面料产能未发生变化，随着智能纺纱项目的完全达产，公司纺纱产能增至22.50万吨。公司本部高档针织面料项目于2018年6月完工，年产能2万吨。

表 4 截至 2018 年末公司生产基地情况

基地名称	产品	产能情况		
		坯布面料 (万米/年)	纱线 (吨/年)	针织面料 (吨/年)
公司本部	棉纱、棉布	15,700.00	127,000.00	20,000.00
宇华纺织	棉纱	-	53,000.00	-
锦域纺织	棉纱	-	40,000.00	-
新发棉业	棉纱	-	5,000.00	-
合计	-	15,700.00	225,000.00	20,000.00

注：2018年公司色织面料生产线进行环保整改，色织面料暂停生产，停止的生产设备仍可以继续生产坯布，其产能与坯布面料合并统计；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受益于下游订单增加，公司纱线、坯布面料产销量持续增加，纱线增速较快

从生产情况看，受益于产能增加，2018年公司纱线产量增加较多，坯布面料产量小幅提升，纱线及坯布产能利用仍保持较高水平。

从销售情况来看，由于公司主要以按订单生产为主，近年公司均保持较高产销率，2018年公司纱线及坯布面料销量均同比有所增长，其中纱线增长24.78%，坯布增长5.84%，纱线增速较快。从产品售价来看，公司纱线及坯布销售均价同比均小幅提升，其中纱线提升5.73%，坯布提升7.46%。从毛利率情况来看，坯布产品毛利率有所上升，但纱线产品由于价格涨幅较小，成本增加较快，毛利率小幅下降。

表 5 公司产品产能利用及产销情况

产品名称	项目	2018 年	2017 年
坯布面料	产能（万米/年）	15,700.00	15,000.00

	产量（万米）	15,679.52	14,878.74
	产能利用率	99.87%	99.19%
	销量（万米）	15,719.76	14,852.36
	产销率	100.26%	99.82%
	销售均价（元/米）	9.51	8.85
纱线	产能（万吨/年）	22.50	20.00
	产量（万吨）	22.00	19.51
	产能利用率	97.78%	97.54%
	销量（万吨）	18.78	15.05
	自用转织（万吨）	3.05	4.26
	产销率	99.23%	98.97%
	销售均价（万元/吨）	2.03	1.92

注：1. 公司纱线产能为年均产能；

2. 公司色织面料已停产，2018年仅销售剩余库存110.34万米，实现收入856.25万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

分区域来看，公司产品主要销往国内，同时也开展出口业务，2018年公司销售额的增长仍主要来自国内市场，出口规模同比小幅下降。

表 6 公司产品销售地域分布情况（单位：万元）

地区	2018 年		2017 年	
	金额	比重	金额	比重
中国大陆	561,173.67	92.60%	474,455.90	91.33%
出口	44,815.26	7.40%	45,064.31	8.67%
合计	605,988.93	100.00%	519,520.21	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品销售采取先发货后收款的方式，部分长期合作客户的账期较长，但一般不超过2个月。近年来，公司与下游重点客户保持了较好的合作关系并不断开发新客户。2017-2018年，公司前五大客户销售收入占公司营业收入的比重分别为8.07%和6.47%，公司客户集中度不高，有利于分散经营风险。

表 7 公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占营业收入的比重
2018 年	汕头潮南区金利鹏布业有限公司	11,933.95	1.97%
	临猗县鑫得利纺织印染有限公司	11,528.94	1.90%
	临清三和纺织集团有限公司	5,540.02	0.91%
	石狮市永利兴纺织工贸有限公司	5,350.31	0.88%
	英德市实益长丰有限公司	4,907.60	0.81%
	合计	39,260.81	6.47%

2017年	临清三和纺织集团有限公司	13,465.00	2.59%
	临猗县鑫得利纺织染业有限公司	8,819.84	1.70%
	汕头市潮南区金利鹏布业有限公司	7,373.90	1.42%
	佛山市丰宝纺织有限公司	6,814.49	1.31%
	厦门昌懋贸易有限公司	5,454.99	1.05%
	合计	41,928.23	8.07%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

棉花采购均价上升增加了原材料成本，若棉花价格大幅波动，将不利于公司成本控制

公司生产所用的主要原材料为棉花，棉花在公司产品的生产成本中约占70%，棉花主要采购自国内。由于生产规模的扩大，并基于对棉价的判断，2018年公司皮棉采购量增加较多，由于外棉均价上升，且公司棉花进口配额同比减少0.6万吨至3.9万吨，公司减少了外采规模，采购增量主要来自国内；受外棉价格上涨影响，皮棉采购均价整体有所上升。

由于国内棉花价格易受到种植面积、气候条件、经济周期变化和游资炒作等因素影响，棉花价格波动较大，公司成本控制存在一定难度，若未来棉花价格剧烈波动，将对公司产品销售情况和盈利能力造成一定影响。

表 8 公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

原材料	2018年		2017年	
	数量	均价	数量	均价
皮棉	280,331	14,089	220,515	13,639
其中：国外采购	30,152	12,564	45,263	11,874
国内采购	250,179	14,273	175,252	14,095

注：公司每年另有从棉农处采购的籽棉，后续加工后形成生产所用皮棉；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除国网河南省电力公司新野县供电公司向公司供应电力以外，公司主要供应商为棉花供应商，公司棉花主要采购自新疆皮棉企业，2018年公司前五大供应商采购规模占公司采购总额的31.87%，同比基本持平。2018年公司第一大供应商发生变化，主要系采自中国储备棉管理有限公司的拍储棉花，因存储时间较长，不符合生产工艺需求，公司增加了从新疆生产建设兵团棉麻有限公司处的采购。

表 9 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占当期采购总额的比例	主要采购物
2018年	新疆生产建设兵团棉麻有限公司	52,693.76	10.68%	棉花
	国网河南省电力公司新野县供电公司	29,163.90	5.91%	电力
	中国储备棉管理有限公司	28,695.19	5.82%	棉花
	巴州鸿泰棉业有限公司	27,945.35	5.66%	棉花

	昌吉金西域棉业有限公司玛纳斯县分公司	18,720.91	3.79%	棉花
	合计	157,219.12	31.87%	-
2017年	中国储备棉管理有限公司	54,467.19	11.57%	棉花
	中棉集团新疆棉花有限公司	26,442.95	5.62%	棉花
	中华棉花集团有限公司	25,220.15	5.36%	棉花
	路易达孚（中国）贸易有限责任公司	23,639.23	5.02%	棉花
	巴州鸿泰棉业有限公司	22,436.53	4.77%	棉花
	合计	152,206.04	32.33%	-

资料来源：公司提供

高档针织面料项目产能消化以及预期收益尚待观察

公司本部高档针织面料项目于2018年6月完工，7月逐步进入试生产期，预计2019年末达产。该项目原计划投资60,468.00万元，由于针织面料行业出现增速放缓，若按原计划实施可能影响预期效益，该项目最终投资为45,126.66万元，2018年实现利润236.89万元。目前纺织服装行业面临较大的发展压力，且高档针织面料对于公司而言属于新业务领域，其生产、管理、经营能力有待观察。

随着高档针织面料项目的完工，目前公司在建项目主要是牛仔布项目，由于资金等原因考虑，公司目前对该项目的投资暂缓。若未来按计划继续投入，将给公司带来一定资金压力。

表 10 截至 2019 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设内容	计划总投资	已投资	资金来源
牛仔布项目	年产高档牛仔布 4,112 万米	52,469.00	56.32	自筹

资料来源：公司提供

截至2019年3月末，公司老厂区尚未完全从城区搬迁到工业园。公司根据新野县政府关于老城区工业企业“退城入园”项目建设的要求，逐步将生产厂区整体搬迁至新野县工业园区内。公司共支付老厂区土地由工业用地变更为商住用地土地出让金合计5.58亿元（不含契税），政府承诺将该用地出让所得收益除去财政上缴部分后，奖励给公司用作搬迁补偿。截至2018年末，公司累计收到搬迁补偿款5.11亿元，公司以2018年10月31日为基准日，对搬迁涉及房屋、构筑物价值及机器设备搬迁费用进行评估，根据《河南新野纺织股份有限公司拟搬迁补偿涉及的房屋、构筑物价值及机器设备搬迁费用资产评估报告》（亚评报字【2019】60号），评估房屋、构筑物评估价值及机器设备搬迁费用为1.52亿元，公司将收到的搬迁补偿款5.11亿元，扣除评估价值后余额，并考虑所得税因素后转入资本公积，转入金额为3.58亿元。

公司继续享受政府税收优惠及补贴政策，对公司利润形成有益补充

公司目前享受多项税收优惠政策，公司出口产品享受增值税退税政策，出口退税率为

13%¹；同时由于部分子公司在新疆经营，享受当地相关税收优惠，包括免征房产税及城镇土地使用税、免征企业所得税等；公司自新疆采购的棉花、生产并销往内地的棉纱享受中央财政出疆棉纱补贴等补贴政策。2017年公司被河南省评为高新技术企业并享受税收优惠。

2018年公司收到政府补助合计14,034.36万元，计入当期利润11,754.23万元。但需要关注的是，税收优惠政策主要取决于国家政策，未来持续性存在一定不确定性。

表 11 2018 年公司收到的政府补助情况（单位：万元）

种类	金额	计入当期利润的金额	入账方式
先进制造业奖励	1,000.00	1,000.00	营业外收入
科技创新资金	84.00	84.00	营业外收入
研发补贴	250.00	250.00	冲减研发费用
土地出让金返还	865.48	-	无形资产
出疆棉运费补贴	6,065.16	6,065.16	冲减销售费用
水电费补贴	3,122.90	3,122.90	冲减营业成本
贷款贴息	1,036.19	1,036.19	冲减财务费用
生产线建设补贴	1,607.64	192.98	递延收益、其他收益
其他	3.00	3.00	营业外收入
合计	14,034.36	11,754.23	

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

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亚太（集团）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、2018年审计报告及未经审计的2019年1-3月财务报表，报告及报表均采用新会计准则编制，2018年公司新设2家子公司、注销2家子公司，截至2018年末，公司纳入合并范围的子公司仍为12家，详见附录二。

资产结构与质量

公司应收账款规模较大且增长较快，对营运资金的占用较多，库存原材料面临一定跌价风险

截至2019年3月末，公司资产规模915,631.46万元，其中流动资产占比56.67%。公司流

¹ 根据财政部、税务总局、海关总署联合发布《关于深化增值税改革有关政策的公告》，2019年4月1日起，纺织品出口退税率调整为13%。

流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、预付款项及存货构成。2018年末公司货币资金为93,439.99万元，其中使用受到限制的其他货币资金30,954.30万元。截至2018年末，公司应收票据及应收账款共74,449.11万元，其中应收账款73,685.54万元，账龄一年以上的占比为8.09%，2018年公司账龄结构有所优化，一年以上应收账款占比显著下降，期末计提坏账准备4,952.04万元；公司应收账款前五名金额占总额的比重为7.53%，应收对象集中度不高；公司应收票据均为应收银行承兑汇票。公司预付款项主要是预付原材料采购款，2018年末账面价值为94,293.38万元，预付金额前五名占比为41.64%，预付款项较为集中。截至2018年末，公司存货主要包括原材料162,820.46万元及产成品105,919.69万元，其中库存原材料同比增长56.18%，系公司当年基于对棉价走势的判断，增加了棉花原材料的采购所致；公司存货2018年均未计提跌价准备，考虑到期末库存原材料规模较大，且产成品对棉花价格变化较为敏感，需关注公司存货的跌价风险；此外公司存货中17,958.07万元已用于质押融资。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	59,165.38	6.46%	93,439.99	9.57%	108,538.26	11.90%
应收票据及应收账款	71,705.96	7.83%	74,449.11	7.63%	70,383.68	7.72%
预付款项	98,830.06	10.79%	94,293.38	9.66%	91,128.07	9.99%
存货	262,501.18	28.67%	280,533.21	28.74%	219,336.26	24.05%
流动资产合计	518,900.16	56.67%	573,573.50	58.76%	515,046.98	56.49%
固定资产	294,589.47	32.17%	298,230.44	30.55%	287,192.10	31.50%
无形资产	77,243.50	8.44%	77,614.46	7.95%	69,714.41	7.65%
非流动资产合计	396,731.30	43.33%	402,496.07	41.24%	396,772.91	43.51%
资产总计	915,631.46	100.00%	976,069.57	100.00%	911,819.89	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司非流动资产主要包括固定资产及无形资产。公司固定资产主要是生产经营所用的机器设备及房屋建筑物等，2018年末账面价值298,230.44万元，其中86,525.14万元的固定资产已用于抵押。无形资产主要是土地使用权，2018年末账面价值77,614.46万元，同比增长11.33%，主要系证照办妥的土地使用权由其他非流动资产转入无形资产所致；其中账面价值48,752.55万元的无形资产已抵押。

截至2018年末，公司包括其他货币资金、存货、固定资产及无形资产中的受限资产规模合计184,190.07万元，占期末总资产的18.87%。受限资产规模较大，公司整体资产质量一般。

资产运营效率

营业收入增长使资产运营效率有所提升，但存货周转放缓，营运压力有所加大

2018年公司营业收入同比增长16.64%，推动应收账款及应收票据周转天数同比下降；但受库存原材料大幅增加影响，2018年公司存货周转天数增加至179.88天，存货周转显著放缓，受此影响公司净营业周期增加至186.49天，公司营运压力有所增加。资产运营效率方面，营业收入的快速增长带动流动资产、固定资产、总资产周转效率均有所提升。

表 13 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年
应收票据及应收账款周转天数	43.02	46.26
存货周转天数	179.88	143.84
应付票据及应付账款周转天数	36.41	36.21
净营业周期	186.49	147.80
流动资产周转天数	323.36	335.65
固定资产周转天数	173.89	184.50
总资产周转天数	560.77	590.83

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司盈利能力有所提升，但利润总额对政府补助有一定依赖

公司收入主要来源于棉纱、坯布面料及棉花的对外销售，随着纱线、坯布面料销量的提升，2018年公司实现营业收入605,988.93万元，同比增长16.64%。

盈利能力方面，2018年公司综合毛利率17.46%，同比保持稳定。公司期间费用主要是产品运费、研发费用和利息支出等，2018年公司仍享受运费补助冲减销售费用，期间费用率较为稳定。利润方面，2018年公司实现净利润38,886.86万元，同比增长32.68%，其中政府补助11,754.23万元。综合来看，2018年公司收入、利润保持较快增长，盈利能力有所提升，但利润总额对政府补助有一定依赖。

表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	147,935.47	605,988.93	519,520.21
营业利润	9,139.04	42,102.62	30,888.36
利润总额	9,111.00	43,224.29	31,770.58
净利润	7,647.53	38,886.86	29,308.92
综合毛利率	16.60%	17.46%	17.28%

期间费用率	10.44%	10.99%	10.83%
总资产回报率	-	7.11%	6.22%
净资产收益率	-	10.72%	9.42%
营业收入增长率	13.74%	16.64%	27.16%
净利润增长率	48.47%	32.68%	41.28%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营现金流保持净流入，但尚不能覆盖项目建设资金需求

2018年公司实现净利润38,886.86万元，同比增长32.68%，加之非经营损益有所增加，公司FFO为84,797.98万元，同比增长13.56%，现金生成能力有所增强，2018年公司经营活动现金净流入15,050.82万元，同比增长41.59%。

投资活动方面，2018年公司在建项目投资规模减少，投资活动现金净流出24,390.71万元，较上年显著收缩。截至2019年3月末，公司在建的牛仔布项目尚需投资52,412.68万元，该项目虽已暂缓，但未来若按计划继续投入，将给公司带来一定资金压力。

筹资活动方面，2018年公司通过借款收到资金284,208.15万元，但归还本息债务大幅增加，筹资活动现金流出规模大于流入，筹资活动呈现净流出11,491.02万元。

整体来看，公司经营性现金流持续净流入，但尚不能覆盖项目建设资金需求。

表 15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
净利润	38,886.86	29,308.92
非付现费用	21,330.72	24,349.58
非经营损益	24,580.40	21,011.99
FFO	84,797.98	74,670.49
营运资本变化	-69,747.16	-64,040.79
其中：存货减少（减：增加）	-61,015.90	-95,244.34
经营性应收项目的减少（减：增加）	-13,104.31	15,715.63
经营性应付项目的增加（减：减少）	4,373.05	15,487.91
经营活动产生的现金流量净额	15,050.82	10,629.70
投资活动产生的现金流量净额	-24,390.71	-89,475.08
筹资活动产生的现金流量净额	-11,491.02	48,715.82
现金及现金等价物净增加额	-20,829.82	83,315.51

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且以短期为主，面临较大的短期偿债压力

截至2019年3月末，公司负债总额为510,013.56万元，较2017年末有所下降。由于公司经营利润的累积及搬迁补偿净收益的转入，截至2019年3月末，公司所有者权益增加至405,617.90万元，产权比率下降至125.74%，权益对债务的保障程度有所提高。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	510,013.56	577,961.03	584,345.39
所有者权益	405,617.90	398,108.54	327,474.50
产权比率	125.74%	145.18%	178.44%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

负债结构方面，由于公司部分债券将于一年内到期重分类为流动负债，2018年以来公司负债结构转变为以流动负债为主。公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款和一年内到期的非流动负债构成。2018年末公司短期借款余额223,283.00万元，包括质押借款28,070.00万元、抵押借款99,963.00万元、保证借款75,850.00万元和信用借款19,400.00万元。截至2018年末公司应付票据及应付账款合计为55,738.33万元，其中应付票据34,998.50万元，均为银行承兑汇票；应付账款20,739.83万元，主要是应付供应商原料及设备采购款。截至2018年末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款78,900.00万元，一年内到期的“16新野债”、“14新野纺织PPN001”及“16新野01”三期债券合计63,878.22万元，一年内到期的长期应付款8,391.43万元。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	202,830.00	39.77%	223,283.00	38.63%	156,650.00	26.81%
应付票据及应付账款	77,137.06	15.12%	55,738.33	9.64%	45,443.71	7.78%
一年内到期的非流动负债	84,784.94	16.62%	151,169.66	26.16%	34,655.00	5.93%
流动负债合计	394,588.68	77.37%	461,098.87	79.78%	269,905.82	46.19%
长期借款	6,000.00	1.18%	6,000.00	1.04%	79,900.00	13.67%
应付债券	81,472.93	15.97%	81,438.21	14.09%	162,695.87	27.84%
长期应付款	18,700.97	3.67%	19,920.35	3.45%	63,166.31	10.81%
其中：专项应付款	15,228.32	2.99%	15,228.32	2.63%	51,069.00	8.74%
非流动负债合计	115,424.87	22.63%	116,862.15	20.22%	314,439.57	53.81%
负债合计	510,013.56	100.00%	577,961.03	100.00%	584,345.39	100.00%
其中：有息债务	433,559.02	85.01%	501,581.40	86.78%	470,996.68	80.60%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。2018年末公司长期借款

为6,000.00万元，其中抵押借款5,000.00万元，保证借款1,000.00万元。公司应付债券包括“16新野02”及2017年发行的“17新野01”、“17新野02”及“17新野03”，2018年末账面余额合计81,438.21万元。公司长期应付款包括应付融资租赁款及专项应付款，截至2018年末，应付融资租赁款为4,692.03万元；专项应付款为15,228.32万元，系根据《关于拨付新纺公司“退城入园”项目第二生活区搬迁补偿款的报告》的约定，由县政府向公司拨付的搬迁补偿款，同比减少主要系将搬迁补偿收益转入资本公积所致。

随着公司短期借款的增加，2018年末公司有息债务规模增加至501,581.40万元，2019年一季度，公司兑付了“16新野债”等到期债券并偿还部分银行借款，截至2019年3月末，有息债务规模下降至433,559.02万元，其中短期有息债务342,613.44万元，占有息债务的79.02%，占比仍较高。

2018年末公司资产负债率为59.21%，较2017年末下降4.88个百分点；2019年3月末公司资产负债率进一步下降至55.70%，但与行业对比来看，2019年3月末，A股SW纺织制造行业11家上市公司的平均资产负债率为43.29%，公司资产负债率仍处于较高水平。流动比率和速动比率方面，2019年3月末分别为1.32和0.65，均较2017年末显著降低，短期偿债能力指标表现较弱。受益于收入规模的扩大及盈利水平的提升，2018年公司EBITDA增长至92,798.56万元，EBITDA对有息债务本息覆盖程度基本保持稳定，但由于有息债务规模较大且以短期为主，公司仍面临较大的短期偿债压力。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	55.70%	59.21%	64.09%
流动比率	1.32	1.24	1.91
速动比率	0.65	0.64	1.10
EBITDA（万元）	-	92,798.56	75,803.58
EBITDA 利息保障倍数	-	3.88	3.57
有息债务/EBITDA	-	5.41	6.21
债务总额/EBITDA	-	6.23	7.71
经营性净现金流/流动负债	-	0.03	0.04
经营性净现金流/负债总额	-	0.03	0.02

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年4月15日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年3月末，公司对外担保金额为58,700.00万元，占当期末净资产的比重为14.47%，其中部分被担保企业为民营企业，由于被担保企业多属于传统制造业，经营情况易受宏观经济影响，公司面临一定或有负债风险。

表 19 截至 2019 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限	担保方式	是否有反担保
河南天冠企业集团有限公司	16,000	2019/6/30	保证	互保
河南天冠燃料乙醇有限公司	11,700	2019/6/30	保证	互保
南阳纺织集团有限公司	13,000	2019/6/30	保证	互保
河南华晶超硬材料股份有限公司	18,000	2019/6/30	保证	互保
合计	58,700	-	-	-

资料来源：公司提供

2018年8月2日，公司收到兴业银行股份有限公司郑州分行发来的逾期贷款（垫款）催收通知书，该通知书称河南华晶超硬材料股份有限公司（以下简称“河南华晶”）在该行承兑汇票尚有78,816,741.89元，利息152,741.99元逾期未还，要求公司承担连带保证责任，公司申请了诉前财产保全，司法冻结了河南华晶实际控制人持有的郑州华晶金刚石股份有限公司185,264,103股股份及其他财产。后在河南华晶以其持有的股权、土地、房产、及其法人代表夫妻双方个人财产等共计2亿元以上资产提供足额反担保的情况下，公司为其续作的银行授信提供担保，帮助其渡过暂时性困难。2018年10月，河南华晶已与兴业银行郑州分行通过续作授信、筹集资金偿还垫款等方式解决了相关问题。该事项未对公司经营带来不利影响。

八、评级结论

跟踪期内，随着智能纺纱项目的完全达产，公司纱线产销同比均显著增加，带动收入利润有所提高，盈利能力有所提升。公司仍享受出口退税、部分子公司免征企业所得税等税收优惠和政府补贴，减轻了税负压力，并对利润形成有益补充。

但中证鹏元也关注到，棉花在公司生产成本中占比较大，其价格波动不利于公司成本

控制；公司高档针织面料项目产能消化以及预期收益尚待观察；公司资产流动性较弱，有息债务规模较大且以短期为主，短期偿债压力较大；公司对外担保余额较大，存在一定或有负债风险等风险因素。

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	59,165.38	93,439.99	108,538.26	140,575.82
应收票据及应收账款	71,705.96	74,449.11	70,383.68	63,142.35
预付款项	98,830.06	94,293.38	91,128.07	106,195.20
存货	262,501.18	280,533.21	219,336.26	124,091.92
固定资产净额	294,589.47	298,230.44	287,192.10	245,315.15
无形资产	77,243.50	77,614.46	69,714.41	58,207.79
总资产	915,631.46	976,069.57	911,819.89	793,443.29
短期借款	202,830.00	223,283.00	156,650.00	149,193.00
应付票据及应付账款	77,137.06	55,738.33	45,443.71	41,020.10
一年内到期的非流动负债	84,784.94	151,169.66	34,655.00	98,099.86
长期借款	6,000.00	6,000.00	79,900.00	20,700.00
应付债券	81,472.93	81,438.21	162,695.87	98,970.23
长期应付款（不含专项应付款）	3,472.65	4,692.03	12,097.31	8,218.90
总负债	510,013.56	577,961.03	584,345.39	498,352.37
有息债务	433,559.02	501,581.40	470,996.68	396,682.00
所有者权益合计	405,617.90	398,108.54	327,474.50	295,090.92
营业收入	147,935.47	605,988.93	519,520.21	408,546.73
营业利润	9,139.04	42,102.62	30,888.36	9,778.50
净利润	7,647.53	38,886.86	29,308.92	20,745.52
经营活动产生的现金流量净额	61,675.11	15,050.82	10,629.70	15,372.59
投资活动产生的现金流量净额	-1,208.50	-24,390.71	-89,475.08	-67,449.27
筹资活动产生的现金流量净额	-104,999.47	-11,491.02	48,715.82	126,176.96
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收票据及应收账款周转天数（天）	-	43.02	46.26	51.42
存货周转天数（天）	-	179.88	143.84	130.46
应付票据及应付账款周转天数（天）	-	36.41	36.21	38.92
净营业周期（天）	-	186.49	147.80	131.52
流动资产周转天数（天）	-	323.36	335.65	342.00
固定资产周转天数（天）	-	173.89	184.50	202.52
总资产周转天数（天）	-	560.77	590.83	623.49
综合毛利率	16.60%	17.46%	17.28%	17.57%
期间费用率	10.44%	10.99%	10.83%	14.08%
营业利润率	6.18%	6.95%	5.95%	2.39%
总资产回报率	-	7.11%	6.22%	5.88%
净资产收益率	-	10.72%	9.42%	8.34%

营业收入增长率	13.74%	16.64%	27.16%	34.09%
净利润增长率	48.47%	32.68%	41.28%	76.97%
资产负债率	55.70%	59.21%	64.09%	62.81%
流动比率	1.32	1.24	1.91	1.46
速动比率	0.65	0.64	1.10	1.06
EBITDA（万元）	-	92,798.56	75,803.58	60,853.87
EBITDA 利息保障倍数	-	3.88	3.57	3.18
有息债务/EBITDA	-	5.41	6.21	6.52
债务总额/EBITDA	-	6.23	7.71	8.19
经营性净现金流/流动负债	-	0.03	0.04	0.05
经营性净现金流/负债总额	-	0.03	0.02	0.03

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至2018年末公司纳入合并范围的子公司情况

公司名称	持股比例	业务性质
新疆宇华纺织科技有限公司	100.00%	棉纺
阿拉山口宇华纺织科技有限公司	100.00%	棉纺
新野县汉凤纺织销售有限公司	100.00%	棉纺
新疆恺总珈棉业有限责任公司	100.00%	籽棉加工
阿克苏新发棉业有限责任公司	100.00%	棉纺
新疆锦域纺织有限公司	100.00%	棉纺
阿瓦提新新棉业有限责任公司	100.00%	籽棉加工
新野汉凤物流有限公司	100.00%	道路运输
新疆新贝棉业有限公司	70.00%	贸易
新疆贝正国合棉业有限公司	70.00%	籽棉加工
博乐科纺棉花有限公司	70.00%	籽棉加工
博乐市银宇棉花经营有限公司	70.00%	零售

资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
固定资产周转天数	$180 \times (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / \text{营业收入}$
应收票据及应收账款周转天数	$180 \times (\text{期初应收票据及应收账款余额} + \text{期末应收票据及应收账款余额}) / \text{营业收入}$
存货周转天数	$180 \times (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / \text{营业成本}$
应付票据及应付账款周转天数	$180 \times (\text{期初应付票据及应付账款余额} + \text{期末应付票据及应付账款余额}) / \text{营业成本}$
净营业周期	$\text{应收票据及应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付票据及应付账款周转天数}$
总资产周转天数	$180 \times (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / \text{营业收入}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
非付现费用	$\text{资产减值准备} + \text{固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
非经营损益	$\text{处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失} + \text{固定资产报废损失} + \text{财务费用} + \text{投资损失} + \text{递延所得税资产的减少} + \text{递延所得税负债的增加}$
FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营损益}$
营运资本变化	$\text{存货减少} + \text{经营性应收项目的减少} + \text{经营性应付项目增加}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$ (不含专项应付款)

附录四 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。