



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪737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

二零一九年六月二十五日

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（2019）

债券名称	际华集团股份有限公司2015年公司债券（第一期）（品种一）		
债券简称	15 际华 01		
债券代码	122425		
发行规模	人民币 20 亿元		
剩余规模	人民币 13.79 亿元		
存续期限	2015/8/7~2020/8/7（3+2）		
上次评级时间	2018/6/22		
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）（品种二）		
债券简称	15 际华 02		
债券代码	122426		
发行规模	人民币 5 亿元		
剩余规模	人民币 5 亿元		
存续期限	2015/8/7~2022/8/7（5+2）		
上次评级时间	2018/6/22		
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		
剩余规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2015/9/15~2022/9/15（5+2）		
上次评级时间	2018/6/22		
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，作为国内最大的军需轻工产品制造企业，际华集团股份有限公司（以下简称“际华集团”或“公司”）行业地位稳固，综合竞争实力较强；但 2018 年受业务规模收缩及期间费用吞噬影响，公司主营业务盈利能力显著下降，且非经常性损益对利润补充不足，全年净利润出现小幅亏损。同时中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到资本支出压力较大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

- 行业地位稳固，综合竞争实力较强。作为中国最大的军需品、职业装、职业鞋靴研发和生产基地之一，公司在军需品（包括服装、鞋、帽、配饰等）市场中占有 60% 左右的份额，行业地位稳固，军需品及民品订单承接能力较强，综合竞争实力较强。
- 财务结构仍较为稳健。截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 41.82% 和 25.98%，总债务规模为 64.02 亿元，长短期债务比为 0.27 倍，财务杠杆水平较低，债务期限结构合理，整体财务结构较为稳健。
- 股东背景雄厚。公司控股股东新兴际华集团有限公司是受国务院国资委直接监管的中央企业，股东背景雄厚，能为公司业务发展提供一定支撑。

关注

- 收入规模下滑。受订单结构调整及贸易业务收入萎缩影响，公司业务规模逐年下滑，2018 年及 2019 年一季度公司营业总收入分别同比减少 10.86% 和 17.26%。



概况数据

际华集团	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	141.53	190.15	181.17	182.39
总资产(亿元)	269.11	313.95	317.10	314.71
总债务(亿元)	56.08	54.54	64.15	64.02
营业总收入(亿元)	271.55	254.40	226.77	44.55
营业毛利率(%)	7.13	7.75	8.81	10.01
EBITDA(亿元)	22.77	17.27	8.53	1.92
所有者权益收益率(%)	8.51	3.98	-0.43	0.37
资产负债率(%)	47.41	39.43	42.87	41.82
总债务/EBITDA(X)	2.46	3.16	7.53	8.33
EBITDA利息倍数(X)	9.03	7.39	2.83	4.05

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、2019年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA指标经年化处理；
3、中诚信证评将长期应付款中的融资租赁款计入长期债务，并计算相关财务指标。

- 利润规模大幅缩减。2018年公司经营性业务盈利削弱，且以营业外损益为主的非经常性损益规模大幅缩减，致全年利润规模显著减少，盈利稳定性欠佳，中诚信证评对公司未来盈利规模予以持续关注。
- 资本支出压力。公司持续推进际华园项目建设，截至2019年3月末，际华园后续建设资金需求量约为37.56亿元，未来投融资压力值得关注。

分析师

胡培 hup@ccxr.com.cn
邓晓洁 xjdeng@ccxr.com.cn
Tel: (021) 60330988
Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月25日

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）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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

重大事项

1、2019年6月6日，公司在发布的《关于公开挂牌转让孙公司部分股权和债权的公告》中称，为进一步优化资产配置、优化重点项目企业股权结构，公司决定公开挂牌转让全资子公司际华（邢台）投资有限公司（以下简称“邢台投资”）持有的邢台诚达房地产开发有限公司（以下简称“邢台诚达”）88%的股权和公司对于邢台诚达的债权 28,229.86 万元（即公司及邢台投资对邢台诚达债权合计总额 32,079.38 万元的 88%），引入合作伙伴以加快现有土地项目的开发和建设，标的资产转让挂牌底价为 35,200.00 万元，其中 88% 股权账面价值 1,337.82 万元，转让底价为 6,970.15 万元，债权账面价值 28,229.86 万元，转让底价为 28,229.86 万元。若产生竞价，则债权价格不变，溢价部分纳入股权价格。

2、2019年6月6日，公司在发布的《关于岳阳置业公司部分土地使用权由政府收储的公告》中称，根据国务院国资委关于中央企业聚焦实业、突出主业的要求，同时根据岳阳市政府为打造岳阳楼历史文化片区提出的收回土地使用权统一调整规划安排，公司拟将下属子公司岳阳际华置业有限公司（以下简称“岳阳置业”）的五宗开发用地交由岳阳市土地储备中心有偿收回，土地收储价格为人民币 156,100 万元，本次由政府收储的标的资产为岳阳置业通过“招拍挂”程序竞得的位于岳阳市岳阳楼区洞庭北路五宗土地使用权，宗地总面积为 293,784 平方米。本次交易双方需在履行完各自内部审批程序后签署土地使用权收回补偿协议，目前协议尚未签署。

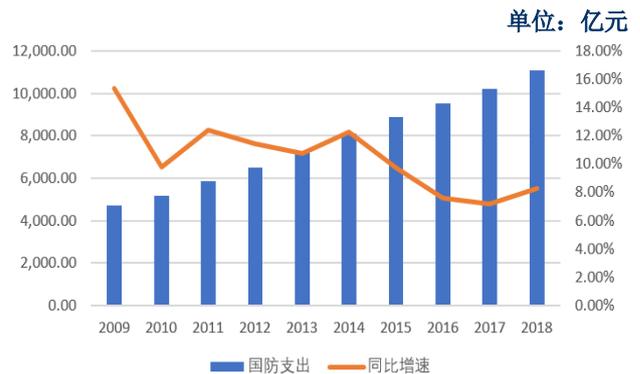
行业关注

2018 年我国国防支出预算规模呈持续增长态势，同时国防建设需求不断增强，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

国防工业作为国家战略性产业，是国防现代化建设的重要基础，是武器装备研制生产的骨干力量，是国家先进装备制造业的重要组成部分和国家科技创新体系的重要力量。近年来，随着国民经济

的快速发展，国家经济实力和综合国力显著增强，我国军费开支也不断增加。我国的军费开支与经济发展基本保持同步，国内生产总值中占比在 1.3% 左右轻微浮动，2018 年我国国防预算增幅为 8.1%，同比提升 1 个百分点。2019 年，我国财政拟安排国防支出 11,898.76 亿元，较上年执行数增长 7.5%，增幅较 2018 年有所降低。

图1：2009~2018年中国国防支出预算规模



资料来源：chioce 终端，中诚信证评整理

据美国媒体罗列的 2018 年全球军费预算榜单显示，当年美国军费开支为 6,220 亿美元，远远超过世界其他国家；中国以 1,918 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 比重维持在 1.21%~1.32%，不仅低于美国的 4%，同样低于其他发达国家及发展中国家，未来国防支出仍有较大增长空间。

2018 年 2 月，特朗普政府公布政府预算报告，2019 年美国国防预算总额达 7,160 亿美元，同比增长 3.47%。美国四大军种武器装备的持续更新换代与海外利益保障需求的不断增强将对国防预算持续提出新的需求，美国国防预算总量仍将保持持续上升的态势。受特朗普提出的防卫自付政策影响，日、韩、英及法等国家军费也将持续增加，因此 2019 年世界军费在以美国为核心军事同盟的带动下，仍将继续保持稳步上升趋势。

随着经济基本面的进一步改善，我国政府政策红利也将陆续释放，2019 年我国经济增长有望进一步加快，国防预算或将持续增长。2019 年中国国防预算草案数据显示，2019 年我国国防预算将为 1.19 万亿元人民币（约合 1,776.1 亿美元），增长率由 8.1% 下调至 7.5%。

2019 年政府工作报告中也提到,要贯彻新时代军事战略方针,提高实战化军事训练水平,坚决维护国家主权、安全、发展利益。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。

总体来看,在日趋复杂的国际政治及防卫环境下,我国军费支出保持增长且仍有较大增长空间,未来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。

我国纺织服装行业进入去产能、去库存的调整转型期,主要产品产量增速持续放缓,2018 年行业收入及利润均呈现较大负增长

近年我国纺织服装行业固定资产投资增速逐年放缓,其中 2018 年,我国纺织服装全行业固定资产投资完成额同比增长 5.0%,较上年下降 0.2 个百分点。从细分行业来看,纺织业固定资产投资完成额同比增长 5.1%;化纤业固定资产投资完成额同比增长 29.0%,连续 8 个月保持高速增长;服装业固定资产投资完成额同比减少 1.5%,但同比降幅呈现整体收窄走势。

在国内外宏观经济下行、市场需求放缓,及多年产能持续扩张的情况下,我国纺织服装业已积累了大量库存,行业已进入去产能、去库存的调整转型期,主要产品产量增速持续放缓。2018 年,我国布、纱产量分别为 498.9 亿米和 2,976.0 万吨,分别同比下降 0.10% 和 0.20%,均已出现负增长。同期,规模以上服装企业累计完成服装产量 222.74 亿件,同比下降 3.37%;其中,梭织服装产量为 111.57 亿件,同比下降 3.10%;针织服装产量为 111.17 亿件,同比下降 3.62%。

内销方面,受内需增长放缓的影响,我国纺织服装业销售增速逐渐放缓,2013 年以来行业销售增速持续低于社会消费品零售总额。2018 年,我国限额以上单位服装鞋帽、针、纺织品零售额为 1.37 万亿元,同比增长 8.0%,增速较上年同期下降 1.12%,较当年社会消费品零售总额增幅低 1.0 个百分点。出口方面,全球贸易回暖促使我国服装出口止跌回

升,2018 年我国累计完成服装及衣着附件出口 1,576.33 亿美元,同比增长 0.3%,比上年同期提升 0.7 个百分点。

图 2: 全国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售情况



资料来源: wind, 中诚信证评整理

从纺织服装行业内企业经营效益来看,在宏观经济下行、行业结构性产能过剩、库存积压的背景下,纺织服装行业收入规模及经营效益下滑,2018 年我国纺织服装、服饰行业实现主营业务收入 17,106.60 亿元,较上年下降 4.10%;当年纺织服装、服饰行业实现利润总额 1,006.80 亿元,较上年下降 10.80%。

图 3: 纺织服装行业主营业务收入、利润变化情况



资料来源: wind, 中诚信证评整理

短期内,我国纺织服装行业将呈现低速增长,同时劳动力成本快速上升、贸易壁垒频繁出现,我国纺织服装企业将加速优胜劣汰,优质的纺织服装企业将在下一轮景气度回升中优先受益。此外,人民币汇率波动、海外贸易摩擦以及关税问题亦对国内纺织服装企业生产成本以及产品出口造成一定不确定性。

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。

2018 年公司实现营业总收入 226.77 亿元，同比减少 10.86%。具体分板块来看，近年国内军需品市场化招标常态化，订单承揽难度增加，加之民品市场竞争激烈，公司减少对毛利率低、附加值有限的产品订单承揽，2018 年公司制造业务板块除职业装和防护装具板块收入有所增长外，纺织印染、职业鞋靴、皮革皮鞋等板块收入规模均出现不同程度下滑；此外，由于与新兴发展集团有限公司（以下简称“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，贸易业务收入规模进一步压缩，当年公司贸易及其他板块实现收入 96.59 亿元，同比减少 16.14%。2019 年一季度公司实现营业总收入 44.55 亿元，同比减少 17.26%。

表 1：2017~2019.Q1 公司主营业务收入分行业明细情况

单位：亿元、%

行业	2017		2018		2019.Q1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
职业装	37.09	14.77	38.57	17.24	8.30	19.02
纺织印染	27.15	10.82	25.01	11.18	4.91	11.26
皮革皮鞋	22.25	8.86	19.84	8.87	4.39	10.06
职业鞋靴	36.50	14.54	30.01	13.42	3.43	7.86
防护装具	21.20	8.44	21.56	9.64	4.48	10.27
贸易及其他	115.18	45.88	96.59	43.19	19.96	45.74
减：内部抵消数	-8.32	-3.31	-7.91	-3.54	-1.84	-4.21
合计	251.05	100.00	223.67	100.00	43.64	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司军需品业务竞争优势仍较明显，但受军品市场竞争加剧及民品订单结构调整影响，职业装等制造业务板块收入整体下滑

2018 年以来，公司继续推进低端产品产能规模压减工作，其中职业装板块中各类服饰、帽子及手套产品产能，产能规模分别同比减少 3,187 万套件和 267 万件；职业鞋靴板块方面，公司对胶鞋企业传统生产线进行限产，当年减少职业鞋靴和橡胶大底产能 1,479 万双和 547.40 万双；皮革皮鞋产能实现增长，为 1,485 万双；纺织印染板块，各类产品产能不同程度压缩；防护装具板块，除药品类产品产能有所压缩，其他产品产能规模均不同程度扩张。

表 2：2017~2018 年公司主要产品产能及产能利用情况

单位：%

行业	单位	2017		2018		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		
职业装							
职业装及各类服装	万套件	5,000	100.00	5,603	71.67	12.06	-28.33
各类服饰	万件	6,000	82.45	2,813	19.54	-53.12	-62.91
帽子及手套	万件	1,200	100.00	933	66.58	-22.24	-33.42
职业鞋靴							
职业鞋靴	万双	9,000	80.07	7,521	86.98	-16.43	6.91
橡胶件	吨	3,400	88.24	4,228	79.38	24.35	-8.86
橡胶大底	万件	900	60.00	352.60	79.98	-60.82	19.98
橡胶	万吨	4.15	65.06	4	85.50	-3.61	20.44
皮革皮鞋							
皮革皮鞋	万双	1,200	94.03	1,485	80.40	23.78	-13.63
纺织印染							

纱线	吨	20,000	98.24	17,843	84.66	-10.79	-13.58
坯布	万米	10,000	91.81	5,739	93.31	-42.61	31.50
印染色布	万米	9,000	80.32	7,425	97.16	-17.50	16.84
针织面料	吨	12,000	74.97	10,000	84.81	-16.67	9.84
家纺制品	万件	1,200	100.00	818.52	37.18	-31.79	-62.82
防护装具							
防护制品	万件	1,000	66.44	1,419	86.49	41.90	20.05
帐篷	万顶	10	6.06	16.10	45.62	60.64	39.56
携行具	万件	100	77.69	385	32.34	285.29	-45.35
环保滤材	万米	150	48.26	150	85.76	-	37.50
特种车辆	台	600	84.33	867	17.53	44.50	-66.80
药品片剂	万盒	6,000	59.42	5,000	66.12	-16.67	6.70
药品针剂	万支	2,000	7.38	1,000	10.20	-50.00	2.82
原料药	吨	1,500	35.99	900	78.78	-40.00	42.79
高碳铬铁合金	万吨	10	34.32	10	34.60	-	0.28

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2018年，受产能规模收缩、承接订单量减少及订单结构变化等因素影响，公司部分产品产量规模同比减少，部分产品的产能利用率亦出现大幅变动。从主要产品产销量情况来看，2018年公司除服装和棉纱产销量实现增长外，棉布、皮鞋和胶鞋产

品产量和销量均有不同程度的下滑。2018年公司服装、棉布、棉纱、皮鞋和胶鞋产量分别同比增长3.03%、-34.04%、37.36%、-16.52%和-4.69%，销量分别同比增长0.65%、-27.44%、41.09%、-8.79%和-12.13%。

表 3：2016~2018 年公司主要产品产销情况

产品	2016		2017		2018	
	产量	销量	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	5,226.52	5,306.34
棉布（万米）	11,536.46	11,727.59	11,124.19	10,543.06	7,337.75	7,650.16
棉纱（吨）	17,189.91	18,029.46	19,102.24	18,549.76	26,238.02	26,170.93
皮鞋（万双）	1,206.12	1,210.81	1,234.00	1,150.44	1,030.17	1,049.28
胶鞋（万双）	7,227.99	8,486.48	7,002.72	7,421.25	6,674.04	6,521.13

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

采购方面，公司继续推行大宗物资与装备集中采购制度，与大部分原料供应商建立了稳定的合作关系，2018年前五大供应商采购金额合计 8.59 亿元，占当年采购总额的 7.62%，原料采购供应商集中度保持在较低水平。

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。公司是中国军队、武警部队军需品采购的核心供应商，中国最大的军需品、职业装、职业鞋靴研发和生产基地之一，且具有军需品（包括服装、鞋、帽、配饰等）市场 60%左右的份额，市场竞争优势明显，但随着军品市场化招标方式常态化，订单承揽难度增加，2018年公司军需品业务收入规模同比减少 0.30%至 45.30 亿元，毛利率同比下滑 3.20 个百分点至 15.89%。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 4：2017~2018 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	2017		2018		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	45.44	19.09	45.30	15.89	-0.30	-3.20
民品	98.75	8.84	89.69	11.15	-9.18	2.31

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在保持军需品市场优势的同时，公司近年逐步优化民品结构，减少对毛利率较低订单承接，2018年公司民品业务实现销售收入 89.69 亿元，同比减少 9.18%。受益于订单结构的优化，当年公司民品

业务毛利率为 11.15%，同比提升 2.31 个百分点。

此外，为充分利用军需品制造优势、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，公司对相关业务进行了收缩和调整，截至 2019 年 3 月末，已经关闭了“JH1912”自主品牌直营店。

表 5：2016~2019.Q1 公司品牌服装经营情况

单位：家、亿元

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
直营店数量	51	45	5	0
销售收入	0.35	0.31	0.15	0.01

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从结算来看，2017 年军方客户结算方式由“军方在公司承揽订单后分批支付部分预付款项，相关订单交货验收后直接抵扣货款”方式，逐步调整为“军方不再支付预付款项，仅在公司完成交货手续后，转入军方结算流程”，结算方式的转变导致应收账款规模逐年增加，对公司资金运转造成一定压力；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。

2018 年，公司前五大客户合计销售额为 37.49 亿元，同比减少 49.03%，销售占比为 16.53%，同比下降 12.39 个百分点，主要系 2018 年公司不再开展电解铜贸易业务，与三林万业（上海）企业集团有限公司和上海申衡商贸有限公司业务往来减少。

总体来看，作为国内最大的军需轻工产品生产制造企业，公司仍保持较强的综合实力和较高的市场地位，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。

2018 年公司终止电解铜贸易业务开展，贸易业务规模大幅下滑

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，目前主要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。

表 6：2016~2019.Q1 公司贸易业务经营情况

单位：亿元

贸易品种	2016	2017	2018	2019.Q1
服装	5.77	3.14	2.79	0.35
布料	0.84	0.57	0.17	-
鞋材	0.67	0.07	0.17	0.06
皮革	1.37	1.63	1.26	0.35
黄牛蓝湿皮	1.08	-	-	-
棉制品	9.11	2.91	2.27	0.12
煤炭	0.00	1.92	-	-
通讯设备	0.06	1.78	-	-
橡胶	8.51	1.29	15.35	3.38
ABS 树脂	0.43	-	-	-
电解铜	58.69	69.60	-	-
锌锭	1.54	2.41	6.76	-
化工	3.72	6.49	56.80	10.56
成品油	3.61	1.65	1.03	0.10
有色金属	2.57	1.16	0.99	-
钢铁	0.22	-	1.97	-
防暴盾牌	-	0.01	-	-
箱板纸	-	0.03	-	-
电子产品	0.28	2.96	-	-
防弹产品	0.96	1.91	0.45	0.10
棉花	8.38	4.81	2.05	0.28
聚氯乙烯树脂	7.95	6.34	1.42	-
焦炭	-	0.79	-	-
铁精粉	-	0.45	-	-
镍矿、镍铁	-	0.26	-	-
其他	0.72	0.07	1.43	0.56
合计	116.48	112.26	94.89	15.85

注：2018 年公司开展的钢铁贸易业务主要为再生资源方面的废铁及废不锈钢，与关联方不产生同业竞争。

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 年下半年起公司逐步控制相关贸易量，且自 2018 年起，公司不再开展电解铜等贸易业务，着重拓展橡胶、化工（乙二醇等）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，并开展棉籽、皮革等部分品种商品的进口业务。2018 年，公司实现贸易业务收入 94.89 亿元，同比减少 15.47%。2019 年 1~3 月，公司实现

贸易业务收入15.85亿元，同比减少20.83%。

总体来看，2018年公司不再开展电解铜贸易业务，加之预算考核指标倾向于主业收入，贸易业务收入规模持续萎缩。

跟踪期内，际华园项目持续推进，公司募集资金仅能覆盖部分投资，后续投融资压力及项目运营压力值得关注

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 2018 年末，公司在建的际华园项目包括重庆、长春、西安、扬中、咸宁和清远等 6 个项目，其中重庆项目的室内运动休闲中心场馆已于 2016 年 10 月投入运行，室内滑雪馆已于 2018 年 8 月投入运行；长春项目一期力争在 2020 年上半年前投入运营；其他项目正处于规划建设阶段。目前，公司仅重庆际华园一期一阶段和二阶段项目投入运营，2016~2018 年和 2019 年一季度分别实现收入 0.01 亿元、0.09 亿元、0.21 亿元和 0.05 亿元，收入规模小。公司际华园项目相关业态目前以自持为主，未来计划根据实际经营需要调整租售情况。

表 7：截至 2019 年 3 月末公司际华园项目建设情况

单位：亿元

际华园	项目简介	总投资	投资规模		2019 年计划投资内容	整体开业或计划开业时间
			截至 2019 年 3 月末已投资	截至 2019 年 3 月末项目进度		
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	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	无	运动中心正在营业
重庆际华园一期二阶段	购物中心一期二阶段、运动中心一期二阶段等	5.10	1.06	完成运动中心一期二阶段（室内滑雪馆）主体功能建设	完善运动中心一期二阶段（室内滑雪馆）内部功能建设	运动中心一期二阶段（室内滑雪馆）正在试营业
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	9.11	完成土地平整，局部道路及绿化，美食街桩基基础	进行商业局部建设	-
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	3.59	完成土地平整，正在进行文物勘探、遗址公园建设，正在进行滑雪馆承台施工	进行商业局部建设，进行滑雪馆主体建设	-
咸宁际华园一期	征地 606 亩，新建奥特莱斯购物村、室内体育中心及其他功能性配套设施	10.51	3.73	完成场平清表，完成滑雪馆基础施工	进行滑雪馆主体建设	-
清远际华园一期	征地 529 亩，建设购物中心、运动中心等休闲娱乐旅游目的地	10.53	2.99	完成场地平整，局部道路及绿化，正在进行三栋商业单体施工	进行商业局部建设	-
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	11.61	购物中心一期一阶段主体结构完成，运动中心一期一阶段主体结构完成	完成运动中心一期一阶段	-
长春际华园一期二阶段	括购物中心一期二阶段、运动中心一期二阶段及酒店等	4.93	0.89	购置部分运动设备	购置运动设备	-
合计		81.77	44.21	-	-	-

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 亿元资金配套用于上述 6 个项目。同时，公司前期 IPO 募集资金中 14.01 亿元变更投向，用于重庆际华园和长春际华园项目，除以上募集资金，际华园项目仍存在 26.76 亿元的资金缺口。截至 2019 年 3 月末，公司际华园项目已投入资金 44.21 亿元，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。

除上述 6 个际华园项目投资持续推进外，公司同时推进存量土地的综合开发利用等。2018 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，主要涉及房地产开发，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，中诚信证评将对上述项目投融资进展、后期经营盈利情况保持关注。

表 8：2018 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	2018 年末账面余额
三五三四一期工程	2013.7	2018.5	1.89	0.44
三五三四二期工程	2013.9	2020.12	1.38	0.22
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	0.003
三五三六际华云端项目	2018.6	2020.12	4.60	1.30
邢台投资财富中心项目	2018.12	2024.10	22.37	3.27
岳阳置业 3517 军工文化园项目（二期至四期）	2018.12	2021.10	25.00	11.34
合计	-	-	56.24	16.57

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

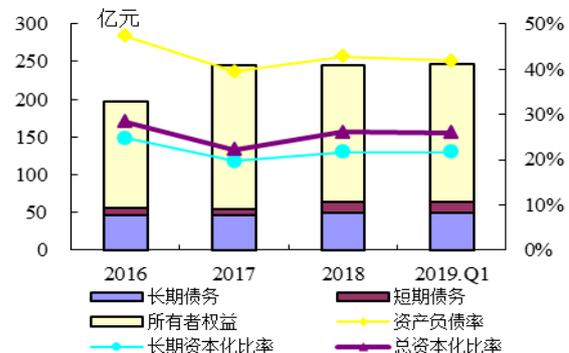
财务分析

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 2016~2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。

资本结构

2018 年以来，随着际华园等项目建设的推进，公司投资资金需求增加，债务融资规模扩张带动负债总额同比增长，当年末公司负债总额较上年末增长 9.80% 至 135.93 亿元；自有资本受利润分配影响，有所削弱，当年末所有者权益较上年末减少 4.72% 至 181.17 亿元；同期，受权益资本和负债规模综合因素影响，公司资产总额较上年末小幅增长 1.00% 至 317.10 亿元。财务杠杆比率方面，2018 年末公司资产负债率和总资本化比率较上年末分别提升 3.44 个百分点和 3.86 个百分点，至 42.87% 和 26.15%。

图 4：2016~2019.Q1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额为 314.71 亿元，所有者权益合计 182.39 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 41.82% 和 25.98%，资产负债率处于较低水平。

资产结构方面，公司资产主要由流动资产构成，2018 年末流动资产合计 183.82 亿元，占总资产比重为 57.97%，主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货，上述资产占同期流动资产的比重分别为 33.85%、20.42%、11.13% 和 28.28%。公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，2018 年末受限规模为 31.03 亿元，主要为定期存单（26.51

亿元)、银行承兑汇票保证金和保函保证金等。公司应收账款主要为应收货款,2018年末已经累计计提坏账准备3.25亿元,按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额为16.85亿元,占总应收账款账面余额的41.31%,一年内款项占比为76.34%,已经累计计提坏账准备1.79亿元;军方、警方、政府职能部门等高信用水平单位应收账款余额为22.16亿元,占总应收账款账面余额的54.32%,已经累计计提坏账准备0.03亿元。公司其他应收款主要包括应收利息(0.82亿元)和其他应收款项(19.64亿元),其中其他应收款项主要为押金保证金、往来款和资产处置款等,截至2018年末其他应收款项账面余额为25.28亿元,累计计提坏账准备5.64亿元,其中单项金额重大并单独计提坏账准备的账面余额为5.74亿元,主要系以前年度对供应商的预付款,受煤炭、钢铁、服装等行业景气度下行影响,预付对象未能履约交货,相关款项亦面临较大坏账风险,已累计计提坏账准备4.75亿元;按照账龄分析法计提坏账准备的账面余额为7.18亿元,其中一年内款项占比为84.42%,已累计计提坏账准备0.82亿元;军方、警方、政府职能部门等高信用单位款项账面余额为12.03亿元,已累计计提坏账准备29.64万元。2018年末公司存货规模为51.99亿元,主要包括原材料(6.98亿元)、在产品(7.72亿元)、库存商品(16.09亿元)、发出商品(3.62亿元)和开发成本(16.57亿元)等,截至2018年末已累计计提跌价准备3.00亿元,主要来自于原材料、库存商品和发出商品;开发成本主要系三五三六际华云端项目、邢台投资财富中心项目和岳阳置业3517军工文化园项目(二期至四期)等项目的投入成本,随着上述项目的逐步推进,2018年末存货同比增长6.81%,受公司军品订单交货季节性明显影响,2019年3月末存货规模进一步增至59.74亿元。

2018年末公司非流动资产合计133.28亿元,占资产总额的42.03%,主要包括固定资产(42.21亿元)、在建工程(17.44亿元)、无形资产(43.86亿元)和其他非流动资产(17.73亿元)。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

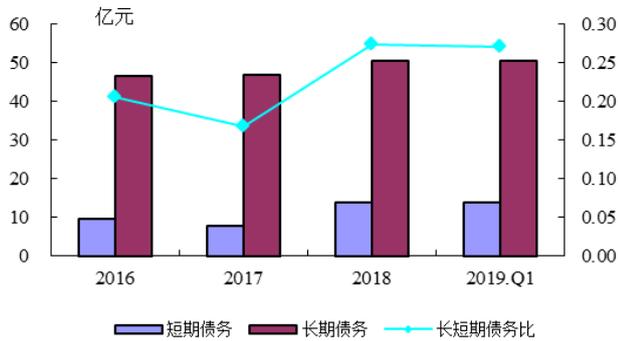
改项目等,2018年随着相关项目的逐步推进,在建工程同比增长10.37%;无形资产主要为土地使用权等;2018年末公司其他非流动资产主要包括预付土地出让金4.58亿元、预付工程设备款2.12亿元和预付项目投资保证金11.00亿元等。截至2019年3月末,公司流动资产和非流动资产分别为182.37亿元和132.33亿元,占总资产的比例分别为57.95%和42.05%,资产结构较年初基本保持稳定。

负债方面,2018年末,公司流动负债为70.41亿元,占总负债的比重为51.80%,主要包括短期借款(7.18亿元)、应付票据(6.25亿元)、应付账款(30.05亿元)、预收款项(6.63亿元)、应交税费(8.95亿元)和其他应付款(8.41亿元)。公司短期借款主要为信用借款,受融资需求增加,2018年末规模较上年末增长177.31%;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,同比增长19.70%;应付账款主要为应付材料款,其中账龄超过一年的重要应付账款规模为2.17亿元;预收款项为预收客户货款,2018年子公司际华岳阳新材料科技有限公司(成立于2016年,主要从事各类原材料进出口业务)业务模式逐步成熟,业务量大幅增长,公司预收款项同比增长49.62%;应交税费为应交的企业所得税和增值税等;其他应付款包括应付利息0.88亿元、应付股利0.34亿元和其他应付款项7.19亿元,其他应付款项主要由暂收款(1.10亿元)、往来款(2.82亿元)、保证金(0.73亿元)、应付职工款(0.57亿元)和房屋维修基金(0.41亿元)等构成,其中账龄超过一年的重要其他应付款项规模为3.11亿元,主要系相关业务尚未结束。

2018年末,公司非流动负债合计65.52亿元,主要包括长期借款(1.54亿元),应付债券(48.80亿元)、长期应付款(6.09亿元)和长期应付职工薪酬(6.51亿元),其中应付债券规模较上年末增长8.98%;2018年专项应付款并入长期应付款列示,随着三供一业移交工作的推进,相关专项应付款大幅增加,长期应付款较上年末增加6.06亿元;公司长期应付职工薪酬主要为离职后福利及辞退福利等。截至2019年3月末,非流动负债占总资产比

为 49.93%，负债结构较年初保持稳定。

图 5：2016~2019.Q1 公司债务结构情况



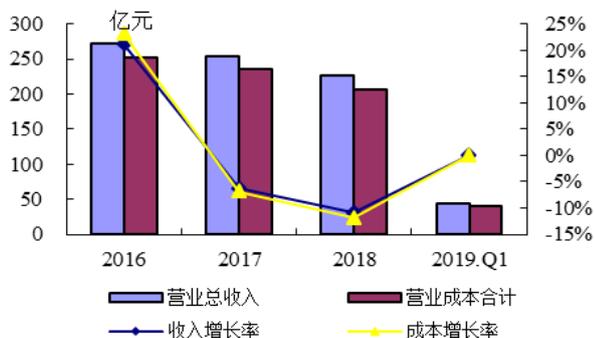
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务规模来看，受融资需求增加影响，2018 年末公司总债务规模同比增长 17.63% 至 64.15 亿元，长短期债务比为 0.27 倍，债务期限结构较为合理。截至 2019 年 3 月末，公司总债务规模为 64.02 亿元，长短期债务比为 0.27 倍。

总体来看，2018 年以来随着融资需求的增加，资产负债率和总资本化比率持续提升，债务规模大幅增长，但债务期限结构合理，整体财务结构仍较为稳健。

盈利能力

图 6：2016~2019.Q1 公司收入成本构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018 年公司实现营业总收入 226.77 亿元，同比减少 10.86%，具体分板块来看，当年除职业装和防护装具板块收入有所增长外，纺织印染、职业鞋靴、皮革皮鞋等板块收入规模均出现不同程度的下滑；此外，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，贸易业务收入规模缩减。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 44.55 亿元，同比减少 17.26%。

毛利率方面，受益于民品订单结构优化，2018

年公司营业毛利率同比提升 1.06 个百分点至 8.81%。具体分板块来看，2018 年公司职业装、纺织印染、皮革皮鞋、防护装具和贸易及其他板块毛利率水平均有提升，职业鞋靴毛利率出现小幅下滑。2019 年 1~3 月，公司营业毛利率为 10.01%，较上年全年毛利率水平进一步上升。

表 9：2016~2019.Q1 公司分产品毛利率情况

产品	2016	2017	2018	2019.Q1
职业装	10.96	13.01	13.16	13.35
纺织印染	8.46	9.67	9.78	11.17
皮革皮鞋	13.02	15.47	17.60	16.65
职业鞋靴	7.52	8.05	6.93	14.31
防护装具	15.83	16.84	19.02	18.94
贸易及其他	1.44	0.98	1.72	0.94
主营业务毛利率	6.87	7.38	8.49	9.05
营业毛利率	7.13	7.75	8.81	10.01

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司销售费用同比减少 4.44% 至 5.06 亿元；受职工薪酬刚性上涨和加大研发支出影响，2018 年公司管理费用为 10.97 亿元，同比增长 17.37%；财务费用主要为利息支出和手续费等，随着债务规模的增长，当年财务费用同比增长 46.03% 至 2.08 亿元。2018 年公司三费合计 18.11 亿元，三费收入占比上升至 7.98%。2019 年 1~3 月，公司期间费用合计 4.17 亿元，同期三费收入比为 9.36%。整体来看，公司期间费用支出较大，对整体盈利形成一定的侵蚀，费用控制能力有待进一步提升。

表 10：2016~2019.Q1 公司期间费用情况

	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	4.96	5.29	5.06	1.13
管理费用	10.22	9.35	10.97	2.65
财务费用	1.72	1.42	2.08	0.39
三费合计	16.89	16.06	18.11	4.17
营业总收入	271.55	254.40	226.77	44.55
三费收入占比	6.22%	6.31%	7.98%	9.36%

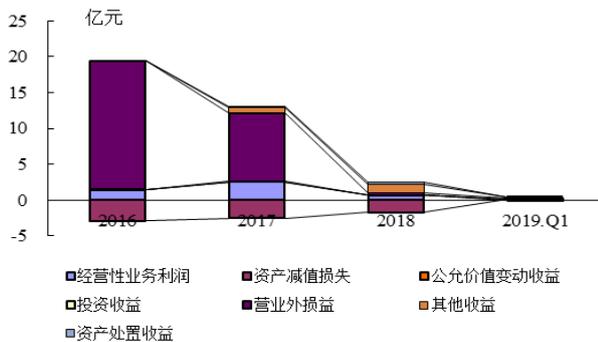
注：中诚信证评将“研发费用”纳入“管理费用”。

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018 年公司利润总额为 0.83 亿元，同比减少 9.69 亿元，净利润为 -0.78 亿元，同比减少 8.36 亿元。经营性业务利润方面，2018 年，受业务规模收

缩和期间费用吞噬影响，公司主营业务盈利能力显著下降，当年经营性业务利润规模较上年减少74.05%至0.66亿元。非经常性损益方面，2018年公司获得与经营相关的政府补助1.19亿元，计入其他收益，同比增长44.92%，对利润总额形成小幅补充；但受一次性的投资创新奖励及搬迁补偿款减少影响，当年公司取得营业外损益0.32亿元，同比减少96.61%，且确认的资产减值损失1.72亿元（主要为坏账损失和存货跌价损失）对全年利润规模形成一定侵蚀。2019年1~3月，公司实现利润总额0.37亿元，其中经营性业务利润0.04亿元，其他收益0.16亿元，营业外损益0.16亿元，当期实现净利润0.17亿元。

图 7：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



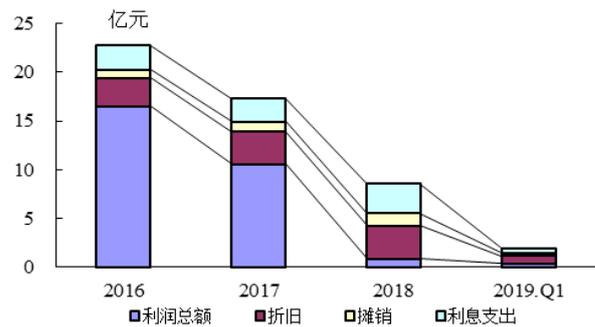
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018年由于订单结构调整及贸易业务收入萎缩影响，公司业务规模下滑，加之期间费用吞噬，经营性业务利润规模显著减少，且非经常性损益对盈利的补充显著减少，全年盈利出现亏损。中诚信证评对公司未来盈利规模予以持续关注。

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。受到利润总额大幅减少影响，2018年公司 EBITDA 规模同比减少 50.64%至 8.53 亿元；同期总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 7.53 倍和 2.83 倍，EBITDA 对债务利息的保障能力有所下降。2019 年 1~3 月，公司 EBITDA 规模为 1.92 亿元，当期总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 8.33 倍和 4.05 倍。

图 8：2016~2019.Q1 公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2018年公司未进行大规模土地购置，公司经营活动产生的现金流量净额由上年的净流出 26.64 亿元转为净流入 5.11 亿元，同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 0.08 倍和 1.70 倍。受公司军品订单交货季节性明显影响，2019 年 3 月末公司存货同比增长 14.89%至 59.74 亿元，2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 -4.84 亿元，呈净流出状态。

表 11：2016~2019.Q1 公司主要偿债指标

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
总资产 (亿元)	269.11	313.95	317.10	314.71
总债务 (亿元)	56.08	54.54	64.15	64.02
资产负债率 (%)	47.41	39.43	42.87	41.82
总资本化比率 (%)	28.38	22.29	26.15	25.98
经营活动净现金流 (亿元)	11.26	-26.64	5.11	-4.84
经营活动净现金/总债务 (X)	0.20	-0.49	0.08	-0.30*
经营活动净现金/利息支出 (X)	4.46	-11.41	1.70	-10.20
EBITDA (亿元)	22.77	17.27	8.53	1.92
总债务/EBITDA (X)	2.46	3.16	7.53	8.33*
EBITDA 利息倍数 (X)	9.03	7.39	2.83	4.05

注：带“*”指标经年化。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2019 年 3 月末，公司获得多家银行提供的授信总额 50.01 亿元，已使用授信 7.13 亿元，剩余授信额度为 42.88 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 年末，公司受限资产总额 33.21 亿元，占总资产的比重为 10.47%，主

要包括货币资金 31.03 亿元(主要为定期存单(26.51 亿元)以及银行承兑汇票、保函、担保函和信用证保证金等)和用于抵押借款的固定资产 1.41 亿元和无形资产 0.77 亿元。

或有事项方面,截至 2019 年 3 月末,公司无对外担保,对内担保余额 1.19 亿元。

截至 2018 年末,公司及下属子公司存在以下金额在 2,000 万元以上的未决诉讼、仲裁情况:

表 12: 2018 年末公司及下属子公司金额在 2,000 万元以上的未决诉讼、仲裁情况

事件	简介及进展
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	<p>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》;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。</p> <p>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。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。</p>
际华三五零二资源有限公司诉唐山安泰钢铁有限公司、高雄买卖合同案	<p>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 12,240,290.24 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。</p> <p>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 2,000 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 年末,本案尚在执行中。</p>
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案	<p>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。</p> <p>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 年末,本案尚在执行中,三五零二资源已无可供执行的财产。</p>
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案	<p>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。</p> <p>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 年末,本案尚在执行中。</p>
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案	<p>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。</p> <p>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 年末,本案尚在执行中。</p>

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

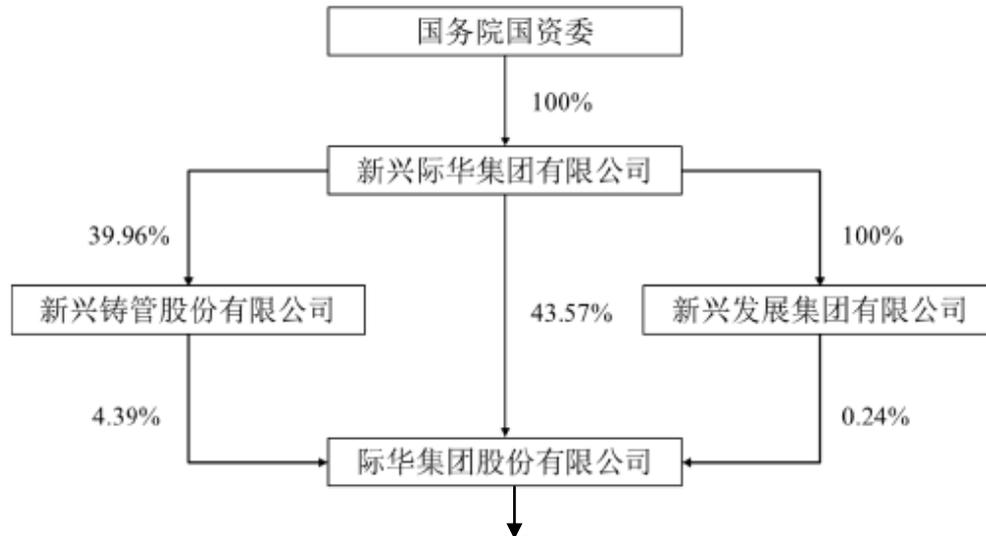
根据公开资料显示，截至 2019 年 3 月末，公司在公开市场无信用违约记录。此外根据公司提供的企业信用报告，截至 2019 年 5 月 5 日，公司借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

总体来看，作为国内最大的军需轻工产品生产企业，公司规模优势突出，产业地位优势仍较明显。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，但 2018 年公司经营性业务利润规模显著下滑，且非经常性损益对利润补充有限，全年盈利出现亏损，中诚信证评对其未来盈利情况将予以持续关注。

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 12 月 31 日）

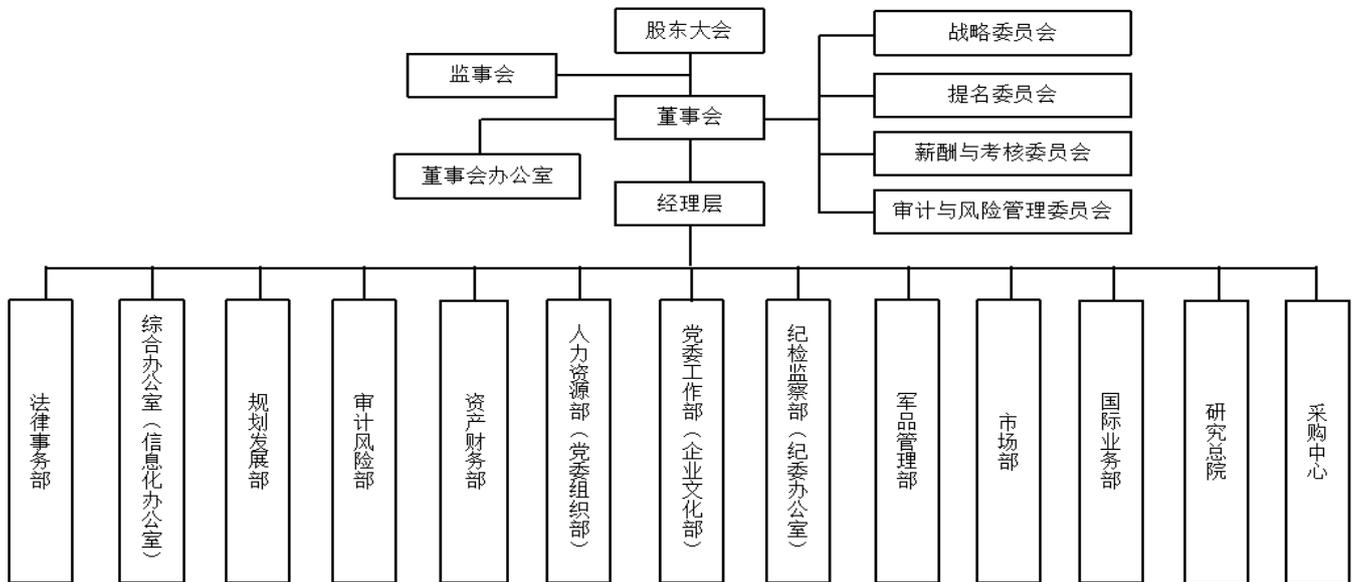


合并范围内控股子公司	持股比例 (%)	合并范围内控股子公司	持股比例 (%)
际华三五零二职业装有限公司	100	南京际华三五二一特种装备有限公司	100
文登际华实业有限公司	100	南京际华三五二一环保科技有限公司	100
际华三五零二资源有限公司	100	际华三五二二装具饰品有限公司	100
南京际华三五〇三服装有限公司	100	天津京津医疗器械有限公司	100
长春际华三五零四职业装有限公司	100	际华（天津）新能源环保科技有限公司	100
际华三五零六纺织服装有限公司	100	际华（天津）新能源投资有限公司	100
宜昌际华仙女服饰有限公司	49	际华三五二三特种装备有限公司	100
武汉盛华投资管理有限公司	51	辽宁际华三五二三特种装备有限公司	100
际华三五三四制衣有限公司	100	天津华津制药有限公司	100
运城市空港开发区华禹房地产开发有限公司	100	河南笛体生物科技有限公司	40
际华三五三四运城工业物流园有限公司	100	天津金汇药业集团有限公司	73
际华三五三六实业有限公司	100	天津新兴华津房地产开发有限公司	60
南京际华五三零二服饰装具有限责任公司	100	沈阳际华三五四七特种装具有限公司	100
际华五二零三服装有限公司	100	际华连锁商务有限公司	100
新疆际华七五五五职业装有限公司	100	新兴际华国际贸易有限公司	49
呼图壁县万源棉业有限公司	100	际华集团南京有限公司	100
际华三五零九纺织有限公司	100	长春际华投资建设有限公司	100
西安际华三五一家纺有限公司	100	际华（邢台）投资有限公司	100
际华三五四二纺织有限公司	100	邢台诚达房地产开发有限公司	100
际华三五四三针织服饰有限公司	100	际华海外投资有限公司	100
湖北际华针织有限公司	51	NT Gestioni Retail Srl	100
咸阳际华新三零印染有限公司	68.10	NT Majocchi SRL	51
际华三五一二皮革服装有限公司	100	JH CONCERTIA DEL CHIANTI S.P.A	85
际华三五一三实业有限公司	100	际华（香港）威斯塔科技有限公司	51
际华三五一四制革制鞋有限公司	100	JV International SRL	51
际华三五一五皮革皮鞋有限公司	100	胜裕贸易有限公司	70
漯河强人商贸有限公司	100	国荣（清远）橡胶工业有限公司	100
内蒙古际华森普利服装皮业有限公司	100	际华置业有限公司	100

际华三五七橡胶制品有限公司	100	重庆际华目的地中心实业有限公司	100
际华岳阳新材料科技有限公司	80	湖北际华置业有限公司	100
际华三五三七制鞋有限责任公司	100	际华集团江苏实业投资有限公司	100
西双版纳南博有限责任公司	100	岳阳际华置业有限公司	100
际华三五三九制鞋有限公司	100	陕西际华园开发建设有限公司	100
际华三五三九彭水制鞋有限公司	100	武汉际华园投资建设有限公司	100
秦皇岛际华三五四鞋业有限公司	100	广东际华园投资发展有限公司	100
青海际华江源实业有限公司	100		

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：际华集团股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	605,934.71	655,915.72	622,171.02	556,776.27
应收账款净额	131,084.44	360,364.28	375,425.57	270,049.06
存货净额	315,782.71	486,794.23	519,944.88	597,362.22
流动资产	1,446,681.90	1,824,649.44	1,838,239.34	1,823,725.43
长期投资	14,885.63	21,753.19	28,049.44	40,790.73
固定资产合计	572,522.70	610,164.94	639,115.73	627,815.08
总资产	2,691,102.21	3,139,455.61	3,170,998.39	3,147,050.55
短期债务	95,711.27	78,379.67	137,744.29	136,251.28
长期债务	465,084.41	467,008.18	503,779.53	503,952.21
总债务	560,795.67	545,387.84	641,523.82	640,203.49
总负债	1,275,768.23	1,237,912.67	1,359,288.56	1,316,099.86
所有者权益（含少数股东权益）	1,415,333.99	1,901,542.94	1,811,709.83	1,823,926.81
营业总收入	2,715,533.63	2,543,998.98	2,267,703.82	445,479.53
三费前利润	183,345.10	186,220.51	187,702.71	42,122.93
投资收益	585.54	567.40	335.21	-108.92
净利润	120,446.47	75,742.97	-7,815.69	1,669.48
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	227,697.22	172,721.12	85,250.87	19,216.10
经营活动产生现金净流量	112,579.29	-266,412.14	51,096.40	-48,402.59
投资活动产生现金净流量	-125,894.74	-144,650.00	-2,847.90	147,780.42
筹资活动产生现金净流量	-9,346.49	379,661.19	-25,975.57	2,231.99
现金及现金等价物净增加额	-22,441.49	-31,419.02	22,253.84	102,257.15
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	7.13	7.75	8.81	10.01
所有者权益收益率（%）	8.51	3.98	-0.43	0.37
EBITDA/营业总收入（%）	8.38	6.79	3.76	4.31
流动比率（X）	1.70	2.09	1.87	1.86
经营活动净现金/总债务（X）	0.20	-0.49	0.08	-0.30
经营活动净现金/短期债务（X）	1.18	-3.40	0.37	-1.42
经营活动净现金/利息支出（X）	4.46	-11.41	1.70	-10.20
EBITDA 利息倍数（X）	9.03	7.39	2.83	4.05
总债务/EBITDA（X）	2.46	3.16	7.53	8.33
资产负债率（%）	47.41	39.43	42.87	41.82
总资本化比率（%）	28.38	22.29	26.15	25.98
长期资本化比率（%）	24.73	19.72	21.76	21.65

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、长期应付款部分为融资租赁款，进行相关财务指标计算时均计入长期债务；3、2019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 + 应付融资租赁款

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

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	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
AA	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
A	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
BBB	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
BB	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	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
CCC	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
CC	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
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。