上海嘉麟杰纺织品股份有限公司 2014年3亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

评级结论：

鹏元资信评估有限公司(以下简称"鹏元")对上海嘉麟杰纺织品股份有限公司(以下简称"嘉麟杰"或"公司")2014年3月19日发行的3亿元公司债券(以下简称"本期债券")2014年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AAA，发行主体长期信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产(万元)	123,138.54	110,801.93	115,518.46
归属于母公司所有者权益(万元)	103,546.25	95,608.72	94,334.83
资产负债率	15.98%	13.76%	17.98%
有息负债(万元)	11,254.34	5,870.14	9,100.00
流动比率	3.40	3.80	3.39
速动比率	2.34	2.49	2.27
营业收入(万元)	89,641.03	81,072.59	85,569.82
营业外收入(万元)	3,713.23	325.26	218.23
利润总额(万元)	11,929.98	4,642.78	8,765.88
综合毛利率	27.40%	23.60%	23.50%
总资产回报率	10.61%	4.51%	8.36%
经营活动净现金流(万元)	7,713.11	8,070.15	6,371.53
EBITDA(万元)	17,053.68	9,398.59	12,781.62
EBITDA利息保障倍数	35.83	20.63	24.26

资料来源：公司2011-2013年审计报告

正面：

▲跟踪期内，公司客户较稳定，产品销售较有保障，公司营业收入和综合毛利率均有所上升；

▲公司销售回款及时，经营活动净现金流表现较好；

▲中合中小企业融资担保股份有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

▲纺织品服装出口回暖，但依然要面对劳动力成本上升、内外棉价差高企、贸易壁垒等不利局面；

▲公司客户集中度较高，主要客户经营情况的变化易对公司的销售收入及经营成果产生一定影响；

▲公司自有品牌推广速度较快，但仍处于品牌培育期，尚未实现盈利；

▲政府补助收入具有一定的不确定性，未来其对公司利润的贡献水平可能下降；

▲公司依然保持较高的期间费用支出，一定程度上弱化了公司利润水平；

▲公司湖北嘉鱼高档织物面料及服装生产研发基地项目后续投资使公司面临一定的资金压力；

▲随着公司债券的发行，公司有息负债规模进一步攀升，公司偿债压力有所加重。

分析师
姓名：毕柳 刘书芸
电话：021-51035670
邮箱：bil@pyrating.cn

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AAA
主体长期信用等级：AA-
评级展望：稳定
增信方式：保证担保
债券剩余规模：3亿元
债券到期日期：2019年03月19日
评级日期：2014年06月24日

首次信用评级结果：

本期债券信用等级：AAA
主体长期信用等级：AA-
评级展望：稳定
增信方式：保证担保
债券规模：3亿元
评级日期：2013年06月18日

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

2013年10月30日，公司收到中国证券监督管理委员会《关于核准上海嘉麟杰纺织品股份有限公司公开发行公司债券的批复》(证监许可[2013]1353号)，同意公司公开发行面值不超过3亿元的公司债券。本期债券于2014年3月19日发行，募集资金总额3亿元，票面利率7.50%。

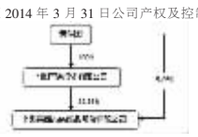
本期债券的起息日为2014年3月19日，债券期限为5年，到期日为2019年3月19日。本期债券按年计息，每年付息一次，付息日为债券存续期间每年的3月19日(如遇节假日顺延)。本期债券第3年末附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。截至2014年5月31日，公司尚未兑付本息。

截至2014年5月31日，公司实际累计使用募集资金7,800万元。

二、发行主体概况

2013年4月11日公司以2012年底总股本20,800万股为基数，实施了以资本公积金每10股转增10股的权益分配方案，公司总股本由20,800万股增至41,600万股；2013年10月24日，公司原第二大股东FUNG JAPAN DEVELOPMENT(以下简称"FJD")通过协议方式转让其持有的公司17%的股份(计70,720,000股)完成过户登记，其中上海纺织受让7%(计29,120,000股)，自然人陈火林和黄伟国分别受让5%(均为20,800,000股)。截至2014年3月31日，公司和控股股东之间的产权及控制关系图如下所示：

图1 截至2014年3月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司实际控制人仍为黄伟国，截至2014年3月31日，公司前十大股东及持股情况见下表，前十大股东无持有有限售条件的股份情况。

表1 截至2014年3月31日公司前十大股东及持股情况(单位：万股)

股东名称	持股比例	持股数量
上海国骏投资有限公司	22.56%	9,383.63
株式会社日胶制作所	8.75%	3,640.50
上海纺织投资管理有限公司	7.00%	2,912.00
黄伟国	5.05%	2,100.00
陈火林	5.00%	2,080.00
何清怡	0.32%	131.30
天津泰达科技风险投资股份有限公司	0.30%	123.63
广州御凯投资有限公司	0.27%	111.22
邹飞霞	0.24%	100.01
尚广洋	0.24%	99.17

资料来源：公司2014年1季报

2013年度，公司合并范围内增加一家子公司，系公司为扩大产能，以满足市场需求新设成立的控股子公司，具体情况见下表。截至2013年末，公司纳入合并范围的子公司共7家，具体情况见附录四。

表2 2013年新纳入合并范围的子公司(单位：万元)

名称	持股比例	期末净资产	本期净利润	合并原因
湖北嘉麟杰纺织品有限公司	100%	8,445.46	2,445.46	新设

资料来源：2013年公司审计报告

截至2013年12月31日，公司资产总额为123,138.54万元，归属于母公司所有者权益合计为103,546.25万元，资产负债率15.98%。2013年公司实现营业收入89,641.03万元，利润总额11,929.98万元，经营活动现金流净额为7,713.11万元。

三、运营环境

纺织业近年来行业规模逐步增长，但行业增速有所波动

近年来，纺织行业整体规模逐年增长，Wind统计数据显示，截至2013年末，国内纺织行业资产总额为21,390亿元，同比增长9.1%，近5年年复合增长率为7.6%，除2012年资产总额略有下滑以外，其他年度资产总额均呈现不同程度的增长；2013年度，国内纺织行业实现主营业务收入36,161亿元，同比增长12.5%，近5年年复合增长率为18.1%，2010-2011年行业增速较高，2012-2013年略有放缓，年度增速略有波动。

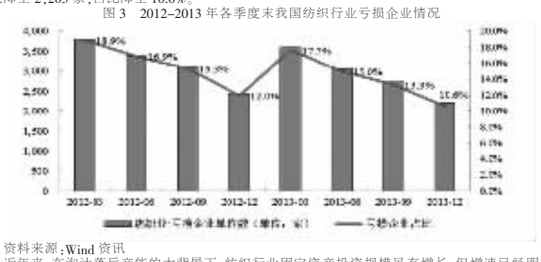
图2 2008-2013年我国纺织行业资产规模及其同比增长

资料来源：Wind资讯

纺织行业存在一定的产能过剩，近年淘汰落后产能初见成效；产能过剩背景下，全行业固定资产投资增速有所放缓

纺织行业属产能过剩型产业，自2010年以来，国家对印染、制革等纺织行业细分子行业下达了淘汰落后产能指标，淘汰落后产能工作稳步推进。Wind统计数据显示，2010-2013年，印染行业淘汰落后产能合计任务完成量为1,178,038.1万米，制革行业淘汰落后产能合计任务完成量为4,146.8万标张。2011年末，纺织行业共有企业数量22,484家，随着落后产能淘汰进程的推进，截至2013年末，纺织行业企业数量已经下滑至20,776家，两年间，全行业共淘汰企业1,708家，淘汰企业占比为7.6%。2012年末，全行业亏损企业数量为2,437家，占比为12.0%，截至2013年末，全行业亏损企业数量降至2,203家，占比降至10.6%。

图3 2012-2013年各季度末我国纺织行业亏损企业情况



资料来源：Wind资讯

近年来，在淘汰落后产能的大背景下，纺织行业固定资产投资规模虽有增长，但增速已经明显放缓。Wind统计数据显示，2010-2013年，纺织行业固定资产投资完成额由2,235亿元增长至4,699亿元，年复合增长率为28.1%，固定资产投资规模有所增长；但是，2010-2011年，行业固定资产投资完成额同比增速平均为28.8%，2012-2013年，行业固定资产投资完成额同比增速平均为15.2%，增速明显下滑。

图4 2010-2013年我国纺织行业固定资产投资完成额及其同比增长

资料来源：Wind资讯

近年纺织行业产销率维持高位，毛利率略有下滑，去杠杆过程逐步进行，全行业整体运行相对稳定

Wind统计数据显示，2010年以来，纺织行业产销率整体维持高位，以棉布和纯化纤布为例，2010-2013年棉布产销率平均值为98.9%，纯化纤布产销率平均值为98.9%，均在98%以上。从纵向数据来看，2013年，棉布产销率为98.5%，纯化纤布产销率为98.3%，相对于2010年分别下滑了1.5%、2.0%，但整体仍处于较高水平。

Wind统计数据显示，2013年纺织行业全行业实现主营业务收入36,161亿元，实现利润总额2,023亿元，同比增长分别为12.5%、13.2%；全行业毛利率为11.6%，相对于上年下滑0.5%。2012年度，全行业加速淘汰落后产能，大量竞争能力弱的企业倒闭，全行业毛利率水平略有提升；2013年以来，随着新增产能的逐步释放，行业总供给增长，但下游服装行业整体尚处于去库存阶段，有效需求不足，这导致全行业全年毛利率略有下滑。

图5 2010-2013年我国纺织行业分产品产销率情况

资料来源：Wind资讯

上游原材料价格逐步下降，下游服装行业即将走出去库存周期，纺织行业有望整体复苏

纺织行业原材料主要为棉、毛、麻、丝绸、化纤等，近年棉、化纤等原材料价格均有不同程度的下滑。据中国纺织材料交易中心统计，2012年1月6日，中国纺织材料价格指数为105.6，至2014年1月24日，中国纺织材料价格指数降为93.6，较上年同期下降7.8，两年累计下降11.4。化纤和棉纱价格指数分别达到90.8和96.8，较上年同期分别下降11.5和3.5。上游原材料价格的下跌能够有效降低纺织行业的成本。

图6 2012-2013年中国纺织材料价格指数

资料来源：Wind资讯

近年纺织行业产销率维持高位，毛利率略有下滑，去杠杆过程逐步进行，全行业整体运行相对稳定

Wind统计数据显示，2010年以来，纺织行业产销率整体维持高位，以棉布和纯化纤布为例，2010-2013年棉布产销率平均值为98.9%，纯化纤布产销率平均值为98.9%，均在98%以上。从纵向数据来看，2013年，棉布产销率为98.5%，纯化纤布产销率为98.3%，相对于2010年分别下滑了1.5%、2.0%，但整体仍处于较高水平。

Wind统计数据显示，2013年纺织行业全行业实现主营业务收入36,161亿元，实现利润总额2,023亿元，同比增长分别为12.5%、13.2%；全行业毛利率为11.6%，相对于上年下滑0.5%。2012年度，全行业加速淘汰落后产能，大量竞争能力弱的企业倒闭，全行业毛利率水平略有提升；2013年以来，随着新增产能的逐步释放，行业总供给增长，但下游服装行业整体尚处于去库存阶段，有效需求不足，这导致全行业全年毛利率略有下滑。

资料来源：Wind资讯

2012年及以前，服装行业库存积压明显，休闲、体育、家纺、男装等服装行业子行业先后进入去库存周期，截至目前，服装行业整体去库存过程已经持续了近两年。体育、休闲子行业库存压力已经有效缓解，2013年下半年开始已经逐渐开始补充渠道库存；2014年第2季度开始，服装行业将整体进入补库存阶段，行业有望逐步复苏。服装行业的补库存过程将增加对纺织行业产成品的需求，从而带动纺织行业步入复苏阶段。

纺织品服装出口回暖，但依然要面对劳动力成本上升、内外棉价差高企、贸易壁垒等不利局面

据中国海关统计，2013年，我国纺织品服装累计对外贸易额3,110.6亿美元，增长11.3%，其中，出口2,840.7亿美元，增长11.4%，超过年初预期；进口269.9亿美元，增长10.4%，累计顺差2,570.8亿美元，增长11.5%。纺织品服装在全国外贸中所占比重较上年略有回升，贸易额占比7.5%，其中出口占12.9%，进口占1.4%。纺织品服装进、出口增长幅度超过全国货物贸易的增幅，对全国货物贸易出口增长的贡献率达18%。

2014年，国际经济延续了缓慢复苏态势，但全球经济依然不振，国内经济全年整体运行相对平稳，但纺织行业面临着金融危机以来外需持续不振，以及内需增速放缓的不利形势，纺织业面临的用工压力进一步凸显，"招工难"已经成为普遍现象，企业的用工成本压力持续加大。国内纺织企业的成本优势下降，出口竞争力逐渐减弱。

2013年，国内棉市基本面仍然比较差，尤其是下游纺织企业需求依然疲弱，原料成本高企和市场需求萎缩的双重挤压让多数纺织企业不堪重负，国内棉价高企的一个重要因素在于国家的棉花收储政策托高了国内的棉花价格，高棉价使得企业利润降低，而且在与国外企业竞争中无价格优势。

贸易保护、贸易壁垒不断升级。一直以来，我国纺织品的出口贸易都是全球贸易保护的主要目标和欧美限制性进口的重要对象。以质量安全、环保指标为主的"绿色贸易壁垒"进一步阻止我国纺织品出口。根据工信部的有关统计资料显示，仅2013年1-4月份，欧盟非食品类产品快速预警系统对华纺织品类产品发出召回通报80起，并且纺织品在全部对华通报产品中所占比例达近六年来新高。

根据工信部发布的相关资料显示，2013年以来，我国纺织品服装等出口到欧盟、美国、日本等国家与地区的出口总额中所占比重分别下降了1.9%、0.3%和1.6%；在2014年中，由于国外市场的目我保护和产业回迁等因素，2014年的纺织品出口依然存在较大的挑战。

四、经营与竞争

公司主要从事面向户外运动的高档针织面料及其成衣的研发、生产和销售，主要产品为自主研发的高档针织面料系列，主要包括以高弹纤维形成高密挡风层服装面料为代表的起绒类面料系列、以薄型保暖弹性内衣面料为代表的纬编羊毛面料系列和以导湿保暖空气夹层服装面料为代表的运动功能性面料系列。

2013年，公司实现营业收入89,641.03万元，较上年增长10.57%，其中主营业务收入89,640.43万元，服装和面料的销售收入占比分别为26.44%和73.56%。受全球经济萎靡及纺织品出口市场不景气影响，2012年公司营业收入较2011年下降5.26%，但2013年，由于户外高端纺织品市场需求回暖的影响，公司主营业务销售收入及毛利率显著上升。

表3 2012-2013年公司主营业务收入及毛利率情况(单位：万元)

业务类型	2013年			2012年		
	收入	毛利率	占主营业务收入比重	收入	毛利率	占主营业务收入比重
服装面料	23,697.44	18.74%	26.44%	21,914.23	16.19%	27.03%
成衣	65,942.99	30.51%	73.56%	59,158.45	26.35%	72.97%
主营业务收入合计	89,640.43	27.40%	100.00%	81,072.68	23.60%	100.00%

资料来源：公司2012-2013年审计报告

跟踪期内，公司收入规模有所增长，客户较稳定；但客户集中度仍保持较高，主要客户经营情况的变化易对公司的销售收入及经营成果产生一定影响

跟踪期内，公司仍主要进行起绒类面料、纬编羊毛面料和运动功能性面料三大类产品的生产和销售，年产能仍为织物面料1,880万米、自产加工成衣300万件。公司主要按订单生产，目前仍有约七成左右产品是自行设计，将面料制成成衣后出口，2013年公司出口业务收入占比高达93.89%，虽然公司加大国内市场开拓，出口比例较上年降低约4个百分点，但公司仍以出口业务为主。跟踪期内，公司主要客户仍为ICEBREAKER NZ LTD、POLARTEC，LLC等客户，营业收入增长也主要来源于老客户订单的增加。

公司纬编羊毛面料和运动功能性面料主要以成衣形式销售给客户，产品毛利较高；起绒类面料以面料原料形式销售给客户，产品毛利较低。跟踪期内，公司生产仍采用自产和委托加工两种模式，面料公司全部自产，但公司大部分产品以成衣形式销售，2013年公司成衣销售达到675.80万件，较上年增长13.02%，因公司成衣加工产能不足，仍将部分起绒类成衣和运动型功能成衣的缝制、绣印工序委托给其他工厂生产。

表4 2012-2013年公司产品产销情况

行业分类	项目	2013年	2012年	同比增减
面料(万米)	销售量	971.15	860.05	12.92%
	生产量	983.20	835.42	17.69%
	产销率	98.77%	102.95%	-
	库存量	193.84	181.79	6.63%
成衣(万件)	销售量	675.80	597.97	13.02%
	生产量	678.73	552.00	22.96%
	产销率	99.57%	108.33%	-
	库存量	25.67	22.74	12.88%

资料来源：公司2013年度报告

公司采购除了部分功能性涤纶纱线和客户指定的少量辅料在国外采购外，公司绝大部分原料和辅料均为国内采购。2013年公司原材料供应商仍主要为张家港扬子纺纱有限公司等公司，公司从前五大供应商处采购金额占全年采购总额的32.81%。

客户方面，跟踪期内公司主要客户仍为ICEBREAKER NZ LTD、POLARTEC，LLC、兼松商社和兼松纤维几家企业，前五大客户合计销售金额占年度销售总额比例为77.22%，与上年相比下降约3个百分点，但客户集中度仍然较高，具体情况见下表。

表5 2012-2013年公司前五大客户销售情况(单位：万元)

客户名称全称	2013年		2012年		销售主要产品	资金结算方式
	销售额	销售总额占比	销售额	销售总额占比		
ICEBREAKER NZ LTD	34,394.56	38.37%	31,233.90	38.53%	纬编羊毛成衣	信用证
POLARTEC，LLC	19,245.17	21.47%	19,199.20	23.68%	起绒类面料	T/T
兼松纤维	7,645.20	8.53%	8,436.52	10.41%	运动功能性成衣	T/T
兼松商社	5,090.50	5.68%	3,767.29	4.65%	运动功能性成衣	T/T
MAS ACTIVE (PVT) LTD	2,840.03	3.17%	-	-	运动功能性成衣	信用证
SHIMAMURA CO.，LTD	-	-	2,263.72	2.79%	运动功能性成衣	信用证-
合计	69,215.47	77.22%	64,900.63	80.06%	-	-

资料来源：2012-2013年公司年度报告

对于下游主要客户，T/T结算账期一般是20-50天，信用证时间30-90天均有，平均下游客户账期在一个月左右。在纬编羊毛面料方面，公司仍为ICEBREAKER NZ LTD在全球最主要的指定供应商，其90%以上的纬编羊毛面料产品由公司提供。公司为ICEBREAKER NZ LTD代工生产纬编羊毛成衣，2013年公司对其销售额为34,394.56万元，占当年公司营业收入的38.37%，仍是公司第一大客户。在起绒类面料方面，公司生产的高端双面绒产品仍主要销售给POLARTEC，LLC。公司是双面绒的发明者POLARTEC，LLC除美国自有生产基地以外全球唯一批量供应商，2013年销售额为19,245.17万元，占公司营业收入21.47%，是公司第二大客户。公司与POLARTEC，LLC主要采用交货后T/T结算方式。在运动功能性面料方面，公司主要通过兼松商社和兼松纤维向Nike、Adidas、Under Armour等大众运动品牌商销售运动功能性成衣。2013年公司向兼松商社和兼松纤维销售12,735.70万元，合计占当期营业收入14.21%。公司与兼松商社和兼松纤维主要采用后T/T结算方式。

总体看来公司客户群相对稳定，产品销售较有保障，但公司客户集中度较高，主要客户经营情况的变化易对公司的销售收入及经营成果产生一定影响。

跟踪期内公司自有品牌推广速度较快，但仍处于品牌培育期，尚未实现盈利

在自有内销户外运动品牌经营方面，2013年负责KR品牌具体运营的全资子公司上海嘉麟杰运动用品有限公司(以下简称"嘉麟杰运动品")加快了品牌的宣传和推广力度，主要从提高已有店铺的单店销售业绩来推动销售。截止2013年年底，嘉麟杰运动品直营门店数50家，销售额超过3,000万元，与2012年同期相比有近50%的增长，但KR品牌的知名度依然较低，仍处于品牌培育期，知名度尚未打开，而店铺、人员等运营支出较大，目前尚未实现盈利，2013年KR亏损约2,000万元。

2012年公司推出了自有外销品牌—Super Natural(以下简称—"SN")。SN采用天然和科技相结合、原创研发的新型优质面料，产品可广泛适用于户外、室内、跑步、瑜伽以及购物等多种休闲活动场合。2013年公司SN产品参加在德国的ISPO(欧洲户外运动展会)和美国的O/R(美国户外运动展会)，进行市场推广。截至2013年底SN在欧洲市场的店铺数量已经拓展到350家；在澳大利亚，SN进入到当地最大的运动品连锁店REBEL的全部90余家店铺中销售；日本和韩国市场也在2013年的第三季度末启动。虽然目前公司SN品牌推广速度较快，但目前也处于品牌培育期，2013年负责SN销售的子公司实现销售收入1,079.87万元，亏损1,056.29万元。

总体来看公司自有品牌初期投入较大，目前尚未盈利，对公司整体业绩有一定影响，未来能否实现预期效益具有一定的不确定性。

公司重视技术研发，跟踪期内继续保持较大研发投入；公司在建项目后续投资使公司面临一定的资金压力

2013年，公司进行了"薄型防风绒类面料的织造工艺研究"、"薄型防风双面绒后整理技术开发"、"羊毛微弹针织西装面料的开发"、"永久亲水性羊毛面料的开发"等多项科研项目，通过不断改进织造、后整理技术和工艺，研发兼具轻薄特性及保暖防风特性的高档针织服装面料，使产品具备轻薄、细腻、柔软、顺滑的手感特性及良好的防风保暖效果。2013年研发投入总额为2,542.18万元，较上年增长7.44%，占公司当期营业收入比例为2.84%。

表6 2012-2013年公司研发投入金额及占营业收入的比例(单位：万元)：

项目	2013年		2012年
	金额	较上年增长	金额
研发投入金额	2,542.18	7.44%	2,366.14
研发投入占营业收入比例	2.84%	-	2.92%

资料来源：2012-2013年公司年度报告

2013年公司新设湖北嘉麟杰纺织品有限公司，建设湖北嘉鱼高档织物面料及服装生产研发基地项目，该项目总投资约4亿元，分两期建设，一期项目预计于2014年11月正式投产运营，可增加500万米的织物面料的年产能。公司近年家户稳定度较高，且对公司产品需求近年也有所增长，但公司目前产能已限制了自身业务的扩大，新增产能可用于补充公司产能缺口，扩大业务规模。但随着公司工程的推进，后续投资使公司面临一定的资金压力。

五、财务分析

财务分析基础说明

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)审计并出具的标准无保留意见的2012-2013年审计报告，公司报表按照新会计准则编制，2013年，公司合并范围内新增一家子公司湖北嘉麟杰纺织品有限公司，无减少的子公司，具体情况见表2。

资产结构与质量

跟踪期内公司业务规模扩大致资产规模有所上升，整体资产质量较好

截至2013年底，公司总资产123,138.54万元，较上年增长11.13%，主要由于公司业务规模扩大导致。公司资产仍主要以流动资产为主，2013年末占资产总额54.28%。

截至2013年末，公司流动资产主要以货币资金、应收账款和存货为主。货币资金主要为银行存款，无使用受限情况。由于销售规模的扩大，公司2013年底公司应收账款较上年有所上升；公司应收账款从账龄来看1年以内占比99.69%；从应收对象来看，主要为ICEBREAKER NZ LTD、HUGE ASIA LIMITED和KATHMANDU LIMITED等，前五大应收客户占比70.30%，应收集中度较高，但公司客户长期合作且信用较好，货款回收较有保障。2013年末公司预付账款较上年上升的主要原因是公司收购上海皿鎏软件有限公司股权预付了1,550万元的股权转让款导致。存货主要是库存商品、在产品和原材料，规模较上年变化不大。公司存货规模较大主要有三方面原因，第一，公司列属高档针织面料行业，原材料主要包括涤纶纱、棉纱和羊毛纱，部分功能性涤纶纱线从日本进口，羊毛纱线采购自ICEBREAKER NZ LTD指定的羊毛纱线生产商，原材料单价较高导致原材料账面余额较高；第二，公司产品高档针织面料生产工艺复杂，技术含量高，产品从原材料投入到产成品约需3个月的生产周期，生产周期较长，使得在产品账面余额较高；第三，公司为扩展业务链，承担了部分客户的仓储和物流职能，需要为客户进行订单储备，使得库存商品账面余额高。

表7 2012-2013年公司主要资产构成(单位：万元)

项目	2013年			2012年	
	金额	占比	较上年变动	金额	占比
货币资金	30,760.81	24.98%	6.73%	28,820.68	26.01%
应收账款	9,630.90	7.82%	44.41%	6,668.93	6.02%
预付款项	3,709.85	3.01%	132.86%	1,593.18	1.44%
其他应收款	2,032.49	1.65%	125.55%	901.11	0.81%
存货	20,704.72	16.81%	3.51%	20,003.57	18.05%
流动资产合计	66,838.77	54.28%	15.26%	57,987.47	52.33%
长期股权投资	1,085.37	0.88%	0.33%	1,081.81	0.98%
固定资产	47,199.16	38.33%	10.90%	42,559.69	38.41%
在建工程	1,161.08	0.94%	-81.88%	6,408.91	5.78%
无形资产	4,508.45	3.66%	282.72%	1,178.00	1.06%
非流动资产合计	56,299.77	45.72%	6.60%	52,814.46	47.67%
资产总计	123,138.54	100.00%	11.13%	110,801.93	100.00%

资料来源：公司2012-2013年审计报告

截至2013年末，公司非流动资产主要为长期股权投资、固定资产和在建工程。长期股权投资系公司2012年参股普澜特复合面料(上海)有限公司，参股比例48%，公司采用权益法核算。固定资产主要是专用设备和房屋建筑物，2013年检品中心大楼及配套项目完工结转致使2013年末固定资产较上年增长10.90%，同时在建工程大幅减少。2013年公司无形资产较上年增长282.72%，主要源于湖北嘉鱼高档织物面料及服装生产研发基地项目土地资产的增加。

总体来看，跟踪期内公司业务规模扩大致资产规模有所上升，整体资产质量较好。

资产运营效率

跟踪期内公司净营业周期与上年基本持平，公司日常资产运营较稳定

跟踪期内，公司营业收入扩大，经营性应收款项增加，导致公司应收账款周转效率下降；公司作为纺织服装制造企业，存货规模一直较大，存货周转效率继续保持低位；由于公司年末应付账款同比处于下降状态，公司的应付账款周转率上升，以上因素导致公司的净营业周期与上年基本持平，公司日常资产运营较稳定。

表8 2012-2013年公司资产运营效率(单位：天)

项目	2013年	2012年
应收账款周转天数	32.73	27.10
存货周转天数	112.59	125.76
应付账款周转天数	32.52	40.77
净营业周期	112.80	112.10
总资产周转天数	469.75	502.48

资料来源：公司2012-2013年审计报告

盈利能力

跟踪期内公司营业收入和综合毛利率均有所上升，同时受政府补贴收入的增加影响，公司盈利能力大幅提升；但政府补助收入具有一定的不确定性，未来其对公司利润的贡献水平可能下降

跟踪期内，由于户外高端纺织品市场需求回暖的影响，公司主营业务销售收入及毛利率有所上升。公司收入规模达到89,641.03万元，较上年增长10.57%，综合毛利率为27.40%，较上年上升3.8个百分点。2013年由于公司投资湖北嘉鱼高档织物面料及服装生产研发基地项目，当地政府配套给与高新技术产业专项奖励资金和从业人员招聘及高素质教育技能培训专项奖励合计3,368.43万元，大幅提升了公司当期的营业外收入。公司产品毛利的提升及补贴收入的增加，是导致公司2013年利润总额规模上升主要原因。

跟踪期内，公司期间费用率较上年变化不大，支出仍主要为销售费用和管理费用的支出，公司期间费用率较高，一定程度弱化了公司的利润水平。

总体而言，跟踪期内公司营业收入和综合毛利率均有所上升，同时受政府补贴收入的增加影响，公司利润水平大幅提升。但我们关注到，政府补助收入具有一定的不确定性，未来其对公司利润的贡献水平可能下降。

表9 2012-2013年公司主要盈利指标

项目	2013年		2012年
	金额	较上年增减	金额
营业收入(万元)	89,641.03	10.57%	81,072.59
营业利润(万元)	8,269.13	88.03%	4,397.86
营业外收入(万元)	3,713.23	1041.62%	325.26
利润总额(万元)	11,929.98	156.96%	4,642.78
综合毛利率	27.40%	-	23.60%
总资产回报率	10.61%	-	4.51%
期间费用率	17.78%	-	17.87%

资料来源：公司2012-2013年审计报告

现金流

公司经营较为稳定，销售回款及时，经营活动净现金流表现尚可；研发基地项目后续投资较大，公司面临一定的资金压力

2013年公司净利润上升幅度较大带动公司现金生成能力大幅上升。2013年虽然公司资金回笼情况较好，但随着公司业务规模的扩大，公司经营性应收账款大幅增加，导致经营活动现金流净流量较上年有所下降。2013年公司投资活动继续保持较大规模支出，随着湖北嘉鱼高档织物面料及服装生产研发基地项目后续投资，公司投资活动还将保持一定的支出状态。

总体来看，公司经营较为稳定，销售回款及时，经营活动净现金流表现尚可；公司湖北嘉鱼高档织物面料及服装生产研发基地项目后续投资较大，经营活动产生的现金流无法满足此项目投资的资金需求，公司依然面临一定的资金压力。2014年公司成功发行3亿元的公司债券，可以一定程度上缓解公司的资金压力。

表10 2012-2013年公司现金流量情况(单位：万元)

项 目	2013年	2012年
收现比	0.99	1.00
净利润	9,834.07	3,822.69
非付现费用	4,867.00	4,329.45
非经营损益	-338.95	-271.96
FFO	14,362.12	7,880.18
营运资本变化	-6,649.00	189.97
其中：存货减少(减：增加)	-701.15	3,267.71
经营性应收项目的减少(减：增加)	-5,490.69	-866.10
经营性应付项目增加(减：减少)	-457.16	-2,211.64
经营活动现金流量净额	7,713.11	8,070.15
投资活动的现金流量净额	-8,810.87	-10,234.85
筹资活动产生的现金流量净额	4,083.89	-6,731.08
现金及现金等价物净增加额	2,568.68	-8,888.90

资料来源：公司2012-2013年审计报告

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模进一步攀升，偿债压力有所加重

跟踪期内，公司负债规模较上年上升29.03%，仍全部由流动负债构成。受益于自身利润的积累，公司自有资本实力得到增强，至2013年末，公司股东权益较上年增长8.28%。虽然负债规模的大幅上升导致公司权益对负债的保障程度有所降低，但公司负债保障程度仍处于较高水平。

表11 2012-2013年公司资本结构情况(单位：万元)

项 目	2013年		2012年
	金额	较上年变动	金额
负债总额	19,674.38	29.03%	15,247.54
其中：流动负债	19,674.38	29.03%	15,247.54
所有者权益	103,464.16	8.28%	95,554.39
负债与所有者权益比率	19.02%	-	15.96%

资料来源：公司2012-2013年审计报告

截至2013年末，公司负债主要为短期借款和应付账款。公司短期借款主要为信用借款，还有一部分为保证借款。公司应付账款主要是供应商的货款。总体来看，截至2013年末，公司有息负债规模较小，自有资本对于负债的保障程度很高，但2014年3月份，公司成功发行3亿元的公司债券，大幅提升公司有息负债规模水平，公司偿债压力有所增加。

表12 2012-2013年公司主要负债构成(单位：万元)

项目	2013年			2012年	
	金额	占比	较上年变动	金额	占比
短期借款	11,254.34	57.20%	91.72%	5,870.14	38.50%
应付账款	5,309.34	26.99%	-17.68%	6,449.56	42.30%
其他应付款	846.41	4.30%	-31.10%	1,228.41	8.06%
其他流动负债	2,014.79	10.24%	31.62%	1,530.78	10.04%
流动负债合计	19,674.38	100.00%	29.03%	15,247.54	100.00%
负债合计	19,674.38	100.00%	29.03%	15,247.54	100.00%

资料来源：公司2012-2013年审计报告

从主要偿债指标来看，公司资产负债率一直处于较低水平，说明公司经营稳健，杠杆利用率不高。公司流动比率、速动比率均处于较高水平，公司短期负债保障程度较高。跟踪期内，公司利润水平上升，公司EBITDA利息保障倍数较上年有所上升，借款利息偿还有保障。

表13 2012-2013年公司偿债能力指标

项 目	2013年	2012年
资产负债率	15.98%	13.76%
流动比率	3.40	3.80
速动比率	2.34	2.49
EBITDA(万元)	17,053.68	9,398.59
EBITDA利息保障倍数	35.83	20.63

资料来源：公司2012-2013年审计报告

六、本期债券偿还保障分析

中合中小企业融资担保股份有限公司提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

中合中小企业融资担保股份有限公司(简称"担保人")出具了担保函，承诺为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用，保证期间为债券存续期及债券到期之日起六个月。在本期债券到期之前，担保人发生分立、停产停业等足以影响债券持有人利益的重大事项时，公司应在一定期限内提供新的保证，公司不提供新的保证时，债券持有人有权要求公司、担保人提前兑付债券本息。

担保人成立于2012年7月，原名为中合中小企业担保股份有限公司，由中国进出口银行、JP Morgan China Investment Company Limited、海航资本控股有限公司、宝钢集团有限公司、西门子(中国)有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司、内蒙古鑫泰投资有限公司共同发起设立，担保人注册资本及实收资本均为51.26亿元，所有股东均以货币出资。

2013年担保人融资担保业务逐步展开，担保人一般根据产品类别来收取保费，收费标准设定在0.5%-2.5%之间，中小微企业批量担保业务收取不超过3.5%的保费。截至2013年末担保人取得融资担保业务收入19,837.96万元，其中金融产品担保业务收入为1.67亿元、中小微企业批量担保业务收入为3,119万元，中小微企业批量担保业务收入在担保人融资担保业务收入中占比不高。2013年担保人金融产品担保业务共有担保客户29家，中小微企业批量担保业务10家，中小微企业直保业务1家。2013年担保人发生了一笔代偿，代偿金额为188.81万元，代偿率为0.78%，担保人担保代偿率不高。

截至2013年12月31日，担保人资