



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

跟踪评级公告

大公报 SD【2015】178 号

大公国际资信评估有限公司通过对魏桥纺织股份有限公司及“13 魏桥 01”、“13 魏桥 02”的信用状况进行跟踪评级，确定魏桥纺织股份有限公司的主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持稳定，“13 魏桥 01”、“13 魏桥 02”的信用等级维持 AA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一五年六月十二日

魏桥纺织股份有限公司主体与相关债项 2015 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2015】178 号

主体信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

债券简称	额度(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果
13 魏桥 01	30	5(3+2)	AA	AA
13 魏桥 02	30	5(3+2)	AA	AA

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2014	2013	2012
总资产	289.59	303.10	283.74
所有者权益	162.10	161.02	156.44
营业收入	135.31	163.16	183.13
利润总额	4.47	9.22	6.64
经营性净现金流	25.95	20.16	50.49
资产负债率(%)	44.02	46.88	44.86
债务资本比率(%)	37.66	39.30	36.69
毛利率(%)	12.34	12.51	11.37
总资产报酬率(%)	3.71	4.87	4.45
净资产收益率(%)	1.89	3.89	3.06
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	4.13	3.64	8.43
经营性净现金流/总负债(%)	19.25	14.97	37.79

评级小组负责人：薛 祯
评级小组成员：尹 晶
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

魏桥纺织股份有限公司（以下简称“魏桥纺织”或“公司”）主要从事棉纺织品的生产和销售，兼营热电生产和销售业务。评级结果反映了公司仍居国内棉纺织行业领先地位、能源保障力较强及现金获取能力较高等有利因素；同时也反映了公司收入和利润大幅下降、自备电厂面临政策性风险等不利因素。

综合分析，大公对公司“13 魏桥 01”、“13 魏桥 02”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。

有利因素

- 公司纱线和坯布的产能居国内行业首位，生产技术处于国际先进水平，行业领先地位较为突出；
- 公司自备热电厂仍具有较强的能源保障力和成本控制力，同时对收入和盈利水平形成较好的支撑；
- 公司拥有数额较大的加工贸易用棉配额，一定程度上有利于灵活调配产品及减轻棉花价格波动影响；
- 公司应收账款管理较为严格，一般为款到发货，应收账款周转效率较高、现金获取能力较强，货币资金较为充裕。

不利因素

- 2014 年，受行业需求不旺、客户谨慎采购等因素影响，公司收入和净利润大幅下降；
- 公司自备热电厂的发电及对外供电模式仍面临一定的国家节能减排和现行电力管理政策的风险。

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



跟踪评级说明

根据大公承做的魏桥纺织股份有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

魏桥纺织前身为山东魏桥纺织股份有限公司（以下简称“山东魏桥”），经山东省人民政府批准（鲁政股字【1999】48号）于1999年12月6日由山东魏桥创业集团有限公司（以下简称“魏桥集团”）、邹平县第二油棉有限责任公司等五家公司及自然人张士平共同发起设立，初始注册资本为20,204万元，魏桥集团持有山东魏桥96.15%的股份。2003年2月19日，山东魏桥经国家工商行政管理总局核准更名为“魏桥纺织股份有限公司”。2003年9月，公司在香港联合交易所有限公司上市，向全球公开发行境外上市外资股普通股（股票代码：2698.HK）。后经多次增发和股权变更，截至2015年3月末，公司注册资本为119,438.90万元，魏桥集团持股比例为63.45%；自然人张红霞和张士平分别持股1.48%和0.44%（张士平为张红霞的父亲）；其余股份由境外外资股东持有，魏桥集团是公司的控股股东。

公司是全球最大棉纺织企业魏桥集团的子公司，主要从事纺纱和织造业务，兼营热电生产和销售。公司拥有全国最大的无结头纱、精梳纱和无梭织造生产基地，棉纱、高支高密织物的产能居国内行业首位，所产棉纱全部达到国际先进水平，出口地覆盖70多个国家和地区。截至2015年3月末，公司下属控股子公司6家，联营企业1家。

大公承做的魏桥纺织存续债券共计2期（详见表1）。

表1 目前大公承做的魏桥纺织存续期债券及募集资金概况

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
13 魏桥 01	30 亿元	2013. 10. 23~2018. 10. 23	偿还银行借款	已用于偿还银行借款
13 魏桥 02	30 亿元	2014. 11. 07~2019. 11. 07	偿还银行借款	已用于偿还银行借款

资料来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

2014年以来，国民经济运行总体保持平稳，经济增速有所放缓，但主要指标仍在合理区间；短期内，我国经济下行压力仍较大，长期来看仍将在中高速区间内持续运行

2014年，我国实现国内生产总值636,463亿元，同比增长7.4%，增速同比回落0.3个百分点。分产业看，第一产业增加值58,332亿元，



比上年增长 4.1%；第二产业增加值 271,392 亿元，增长 7.3%，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 8.3%，增速同比回落 1.4 个百分点，工业生产继续运行在合理区间；第三产业增加值 306,739 亿元，增长 8.1%，占国内生产总值的比重为 48.2%，比上年提高 1.3 个百分点，高于第二产业 5.6 个百分点，产业结构更趋优化。2015 年一季度，我国实现国内生产总值 140,667 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.0%，增速同比回落 0.4 个百分点，环比下降 0.3 个百分点，一季度国民经济运行总体仍保持平稳。分产业看，第一产业增加值 7,770 亿元，同比增长 3.2%；第二产业增加值 60,292 亿元，增长 6.4%；第三产业增加值 72,605 亿元，增长 7.9%。从产业结构看，第三产业比重进一步提高。整体来看，2014 年以来，我国经济增速有所回落，但主要指标仍在合理区间，结构调整仍稳步推进，转型升级步伐势头良好。

从经济景气度看，2015 年 3 月份中国制造业 PMI 终值为 50.1%，比上月回升 0.2 个百分点，重回扩张区间。分企业规模看，大型企业表现依然稳定，PMI 为 51.5%，比上月上升 1.1 个百分点，稳中有升，是制造业生产增长的有力支撑；中、小型企业 PMI 双双回落，持续低于临界点，生产经营过程中的困难依然较大。虽然 PMI 小幅回升，但涨幅低于往年同期水平，同时新订单指数和新出口订单指数均小幅回落，国内外市场需求仍显偏弱，制造业存在一定下行压力。非制造业商务活动指数为 53.7%，虽比上月小幅回落 0.2 个百分点，但近期走势总体稳健，表明我国非制造业继续保持平稳增长态势。

从外部环境来看，全球经济仍处于深刻的再平衡调整期，总体温和复苏，但增长动力依然不足，主要经济体经济表现和宏观政策分化明显，地缘政治等非经济扰动因素增多。具体来看，美国经济复苏势头较为强劲，欧元区经济整体走弱且面临通缩压力，日本经济受政策影响波动明显，新兴市场经济体增长普遍放缓。

针对经济下行压力增大，2014 年四季度以来，国家加大货币政策定向调控。在继续坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，央行通过下调人民币存贷款基准利率和降低存款准备金率、国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围等向市场补充流动性，改善社会融资结构；同时国务院先后颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资贵、融资难的问题。

总的来看，我国经济仍处在增速放缓、转型提质的“新常态”。传统产业的去库存化、去产能化还需要一个过程，新生动力的成长和接续也需要一个过程，短期内经济下行压力仍较大。长期来看，随着新型工业化、城镇化、农业现代化和信息化协同推进，宏观政策的调控方式的创新和完善，我国经济仍将在中高速区间内持续运行。



行业及区域经济环境

纺织行业是我国国民经济传统产业，在全球经济逐步回暖的带动下，行业盈利水平明显提升

我国纺织行业拥有全球最大的产能规模基础和加工能力，是我国国民经济传统产业和具有较强国际竞争优势的出口导向型产业。2007年以来，纺织行业销售收入占工业销售收入的比重始终保持在6%以上，保持相对较快增长，其中棉纺织业在纺织行业中占有主要地位。纺织行业中民营经济和外资企业发展较完善，市场化程度较高。从产能分布情况来看，我国纺织企业和产能大部分集中在东部五省区域（江苏、浙江、山东、广东、福建），其中江浙地区的集聚度最高。

棉花是棉纺织企业的主要原材料，棉花成本一般占生产成本的65%左右，是影响棉纺企业盈利水平的重要因素之一。为了保护棉农利益，防止棉花价格大幅波动，国家从2011年起连续三年实施棉花临时收储政策，在收储价格的刺激下，棉农积极交储，2013年的收储量已接近当年棉花的总产量。受此影响国内328级棉花价格比国际棉价每吨高出4,000~5,000元左右。国家连续三年大规模收储使得国家储备棉库存大幅增长，2013~2014年度收储结束，国家储备棉库存约为1,000万吨。庞大的棉花库存不仅耗费国家大量的资金、增加保管压力，同时也抬高了国内棉花价格，用棉成本差异仍削弱了国内棉制纺织品和服装等出口商品的国际竞争力，越南、孟加拉和印度等国依托成本优势，国际市场份额不断上升，使得我国纺织行业面临较大的经营困难。

2012~2014年，全球性需求萎缩、国内外棉花价格差以及劳动力成本上涨等不利因素导致纺织行业景气度下滑。根据国家统计局公布的数据，2014年纺织品出口2,984.26亿美元，同比增长5.08%，增速低于2013年同期5.92个百分点，行业需求持续低迷。2014年1~11月，纺织行业增加值同比增长8.5%，增速同比回落2个百分点，低于全部规模以上工业增加值增速1.2个百分点；分产品看，纱、布和服装产量同比分别增长8.3%、5.6%和0.7%，增速同比回笼6.4个百分点、5.3个百分点和5.7个百分点。从纺织行业经济效益来看，2014年1~10月，纺织行业实现利润2,439亿元，同比增长18.30%，增速比去年同期和上半年分别加快16.20个百分点和1.70个百分点；主营业务收入利润率为4.83%，同比提高0.27个百分点；企业亏损面为14.38%，同比缩小0.2个百分点。虽然行业经济效益有所改善，但是整体上复苏的速度较为缓慢。

2014年，国家取消棉花临时收储政策改为棉花目标价格直补，有利于降低纺织行业用棉成本，但政策实施时滞造成纺织行业下游谨慎采购，短期内纺织行业出货量和价格受政策变更影响不一~确定性较大

2014年，经国务院批准将启动棉花目标价格补贴试点工作，国家发展与改革委员会会同财政部、农业部下发的《关于全面深化农村改



革加快推进农业现代化若干意见》中，首次提出在新疆开展棉花“目标价格补贴”试点工作，确定今年新疆棉花目标价格水平为 19,800 元/吨。这标志着棉花临时收储制度退出，棉农自行按照市场价格出售棉花，国家统计出当年地区平均价格后，按照目标价格进行差价补贴。国家取消临时收储政策长期来看有助于缩小国内外棉花价格差距，减轻纺织企业的用棉成本压力。但同时高库存的国家储备棉仍然存在消化压力，补贴细则的确定和出台尚需时日，由此造成纺织行业下游存在市场观望心理，采购较为谨慎，导致纺织行业出货量和价格水平有所下降。总体来看，在未来较长时间内纺织行业作为我国基础性行业的地位不会改变，国家相继出台了一系列针对纺织行业的产业政策，根据《纺织工业“十二五”发展规划》要求，在控制行业保持平稳增长的前提下，以结构调整和产业升级为主攻方向，引导纺织企业理性投资，促进转型升级；加大淘汰落后产能力度，通过融资支持和财政专项资金向新型纺织材料与用品企业、节能减排与清洁生产企业等倾斜。虽然短期内纺织行业面临综合成本上升、市场需求不旺的局面，但大型纺织企业通过产业转型升级，调整产品结构，以及获得较大进口棉配额的优势，有利于增强其抗市场波动的能力。

山东省是我国主要的纺织产业聚集地之一，省内大型纺织企业在中高端细分市场上具有竞争优势，但用棉的供需缺口始终是省内纺织企业面临的主要问题

山东省综合经济实力较强，经济总量在全国位居前列。2013 年，山东省实现地区生产总值 54,684.3 亿元，在全国 34 个省级行政区中排名第三。山东省工业化程度较高，主要以制造业为主，已形成钢铁、食品、纺织、化工等几大支柱产业，同时依托丰富的矿产和农业资源，在煤炭、石油开采和纺织工业方面形成较强的竞争优势。

山东省是我国黄河流域的产棉省份之一，约占全国总产量的 10% 左右。基于棉花生产优势，山东省已在纺织工业方面形成产业集群优势，一般情况下中、小企业受制于技术和产能规模与大型企业较难形成竞争关系，而大型企业之间通过生产协调，各自确立主攻的细分市场，可以较好地避免低价竞争。2011 年以来，山东省纺织工业总产值占全国纺织工业总产值比重保持在 16% 左右，位居全国第三。但是受到气候多变、种植成本上涨以及与其他经济作物相比植棉效益较差等因素影响，山东省棉花产量有所下降，从 2008 年起，山东省棉花种植面积已连续 6 年下降，2014 年全省棉花种植面积 889 万亩，同比下降 8.1%，预计 2015 年实际播种面积在 500 万亩左右。2014 年，全省棉花总产量 66.5 万吨，同比下降 7.1%。相对于不足 100 万吨的自产量，山东省年均用棉量为 450 万吨，用棉供需缺口是省内纺织企业需要面对的主要问题。

经营与竞争

公司仍以棉纺织品的生产和销售为主营业务，兼营热电生产和销；2014 年，由于下游需求不旺、棉花价格政策变更等因素，公司营业收入和毛利润同比有所下降

公司仍以棉纺织品的生产和销售为主营业务，棉纱和棉布（坯布和牛仔布）是主要产品，同时兼营热电生产和销售业务。

表 2 2012~2014 年公司营业收入及盈利构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	135.31	100.00	163.16	100.00	183.13	100.00
纺织	112.74	83.32	139.51	85.50	154.05	84.12
其中：纺纱	37.34	27.60	51.14	31.34	69.63	38.02
织造	75.40	55.72	88.37	54.16	84.42	46.10
热电	21.25	15.71	22.82	13.99	28.32	15.46
其他 ¹	1.32	0.97	0.83	0.51	0.76	0.42
毛利润合计	16.69	100.00	20.42	100.00	20.82	100.00
纺织	9.11	54.58	13.28	65.03	14.77	70.89
其中：纺纱	2.25	13.48	5.09	24.95	6.76	32.42
织造	6.86	41.10	8.18	40.08	8.01	38.47
热电	7.77	46.53	6.47	31.70	5.52	26.51
其他	-0.19	-1.11	0.67	3.27	0.53	2.59
综合毛利率	12.34		12.51		11.37	
纺织	8.08		9.52		9.59	
其中：纺纱	6.03		9.96		9.71	
织造	9.09		9.26		9.49	
热电	36.54		28.36		19.49	
其他	-14.05		79.89		69.74	

数据来源：根据公司提供的资料整理

2014 年，公司实现营业收入 135.31 亿元，同比减少 17.07%，原因是下游需求不旺，同时棉花价格政策改为直补后，下游客户存在棉花价格下降预期，采购持谨慎、观望态度，公司产品量价均出现下跌。但是由于公司加大高附加值产品的生产，毛利率水平相应提高，加之国内煤炭价格保持低位，以上因素形成对综合毛利率的利好因素；同期，综合毛利率为 12.34%，同比变化不大。综合来看，纺织行业作为劳动密集型产业，对宏观经济形势和大宗原材料价格波动较为敏感，但作为行业内龙头企业，2014 年以来经营状况逐步恢复。

¹ 根据公司提供的资料，其他业务主要为销售下脚料等。



● 纺织

公司仍作为全球最大棉纺织企业魏桥集团的子公司，是棉纱和坯布的主要生产主体；公司拥有自备热电厂，能源保障能力和成本控制力仍较强，行业领先地位较为突出

公司是全球最大棉纺织企业魏桥集团的子公司，是魏桥集团上游产业链的生产主体，拥有魏桥镇、邹平县、滨州市和威海市四个生产基地，主要产品为棉纱、坯布和牛仔布，棉纱最高纱支达到 300 支，坯布最高密度达到 1,600 根²，“魏桥”牌产品是中国名牌产品、国家免检产品，出口地覆盖欧美、日韩等 70 多个国家和地区，公司在棉纺织行业领先地位较为突出。

表 3 2012~2014 年公司电力和蒸汽能源的使用情况

项目	2014 年	2013 年	2012 年
发电量（亿千瓦时）	71.16	78.29	85.56
自用电量（亿千瓦时）	25.05	29.80	27.33
产汽量（万吨）	154.53	205.04	356.89
自用汽量（万吨）	96.12	104.55	145.12

数据来源：根据公司提供资料整理

公司拥有自备热电厂，有利于加强能源保障和降低成本，截至 2014 年末，热电厂的装机容量为 141 万千瓦，纺织业务所需电力和蒸汽自给率较高。2014 年，公司自发电成本维持在 0.44 元/千瓦时，相较于当地的电力供应价格（0.75 元/千瓦时~1.00 元/千瓦时），每千瓦时用电成本大约低 50%，具有明显的成本优势。2014 年，公司发电量为 71.16 亿千瓦时、蒸汽产量为 154.53 万吨，由于生产规模缩减全年发电和产汽规模均明显降低；电量和蒸汽自用比例分别为 35.20%和 62.20%，电量的自用比例同比有所降低，但是由于生产高纱支产品，蒸汽自用比例上升。

综上所述，公司是全球最大棉纺织企业魏桥集团的子公司，主要产品在国内外市场知名度较高，同时拥有自备热电厂有效地降低了用电成本，因此公司仍保持在同行业中具有较强的竞争力。

2014 年，由于国内棉花价格尚未与国际市场完全接轨，公司拥有数额较大的加工贸易用棉配额，仍有利于平摊国内高价棉成本；由于国内棉花价格政策变更、下游销售趋缓，出于谨慎原则当期公司棉花采购量减少

公司主要的采购方式仍是通过进口配额和国内采购两种方式以现货价格采购皮棉，其中每年加工贸易进口配额约为 30 万吨，约占全国加工贸易配额量的三分之一。

² 在公定回潮率条件下（9.89%），重量为一磅的棉纱，长度有多少个 840 码即为英制支数，纱支越高，纱线越细。布面的密度由每平方英寸中排列的经纱和纬纱的根数表示，密度越高，织造难度越大，所需织造技术越高。



表 4 2012~2014 年公司棉花采购情况（单位：万吨、万元/吨）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总采购量	36.69	57.68	42.41
其中：国际采购	16.29	27.33	33.77
国内采购	20.41	30.35	8.64
平均价格	1.34	1.54	1.42

数据来源：根据公司提供资料整理

棉花作为大宗货物其价格波动对公司生产运营和成本控制带来一定压力。2014 年，全年采购总量为 36.69 万吨，同比减少 20.99 万吨，主要是下游销售趋缓，公司缩减生产规模，加强库存管理，减少棉花采购；当期采购均价为 1.34 亿元，较 2013 年有所下降，主要得益于公司拥有较多加工贸易配额，以及国内棉花价格下降。综上所述，在国内外棉花价格未实现接轨的情况下，由于公司用棉量较大，用棉成本对公司生产成本将持续形成一定压力。

公司纱线和坯布产能仍居国内行业首位，2014 年以来公司缩减纱线、坯布产量，由于销售不旺，导致销售收入同比减少，但是公司加大了牛仔布生产和销售，其销售情况较为良好

在纺纱和织造业务方面，公司仍拥有国内最大的精梳纱、无结头纱生产基地和国内最大的无梭织造生产基地。截至 2014 年末，公司纱线产能为 72.88 万吨/年、坯布产能 15.80 亿米/年，仍居国内行业首位。

表 5 2012~2014 年公司纺织产品产销量及平均价格情况

项目		2014 年	2013 年	2012 年
纱线	产能（万吨/年）	72.88	74.51	76.59
	实际产量（万吨）	39.37	48.78	45.00
	销量（万吨）	16.11	21.16	27.97
	平均价格（万元/吨）	2.32	2.42	2.49
	销售收入（亿元）	37.35	51.14	69.63
坯布	产能（亿米/年）	15.80	15.47	16.08
	实际产量（亿米）	9.78	10.21	10.45
	销量（亿米）	9.35	10.75	10.42
	平均价格（万元/米）	6.79	7.00	7.36
	销售收入（亿元）	63.48	75.29	76.74
牛仔布	产能（亿米/年）	1.39	1.36	1.36
	实际产量（亿米）	0.76	0.73	0.89
	销量（亿米）	1.08	1.11	0.62
	平均价格（万元/米）	11.01	11.35	12.39
	销售收入（亿元）	11.91	12.56	7.68

数据来源：根据公司提供资料整理



综上所述，2014 年公司棉纱和坯布产能仍居全国首位，产品质量处于国际先进水平，但由于下游需求不旺，公司产品销售受阻，主要产品的销售收入明显减少。

● 热电

公司自备电厂仍以热电联产模式进行生产，脱硫装置和各项能耗指标均接受在线监测；公司自发电仍具有一定成本优势，但国家节能减排政策以及现行电力体制使公司发电及供电模式将面临一定的政策风险

公司热电机组大部分是抽凝式机组，截至 2013 年末，总装机容量为 141 万千瓦，单机容量均在 10 万千瓦以下。公司机组的除尘系统采用电除尘，设计除尘效率 99.6% 以上。热电厂污染治理设施按照环保要求建设，主要包括锅炉烟气静电除尘器和“石灰石—石膏”湿法脱硫系统，脱硫效率达到了 96.5%~98.1%，烟气排放浓度符合国家相关标准要求。厂区产生的污水综合利用后，经简单预处理后排入邹平县城污水处理厂处理，污水排放执行《山东省小清河流域水污染物综合排放标准》(DB37/656—2006) 要求。公司热电生产受《发展改革委、能源办关于加快关停小火电机组若干意见》(国发【2007】2 号) 和《国务院进一步加强淘汰落后产能工作的通知》(国发【2010】7 号) 约束，山东省环保局对其进行全程在线排放监测。

2014 年，为了进一步提高公司热电机组运行效率、降低发电成本，公司与控股股东魏桥集团签署热电资产置换协议，拟收购魏桥集团持有的第七热电厂，并通过向魏桥集团出售公司持有的魏桥热电厂及支付现金作为对价。公司所产电力和蒸汽在满足自用的情况下，剩余部分根据公司与魏桥集团签订的《电力供应协议》和邹平县政府文件通过自有管线分别向魏桥集团和第三方销售，而所剩余蒸汽全部销售给第三方。2014 年，由于公司整体生产规模缩减，发电量减少，相应当期对外售电规模亦有所减少。

表 6 2012~2014 年公司电力产品对外销售构成情况 (单位: 亿千瓦时、亿元)

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额
对外售电	46.11	20.30	48.50	21.47	58.23	25.55
其中: 魏桥集团	40.92	17.49	43.81	18.72	44.07	18.83
第三方	5.19	2.81	4.69	2.74	14.16	6.72

数据来源: 根据公司提供的资料整理

综上所述，公司自备热电厂总装机容量具有一定规模，在保障自用的情况下，对外销售热电资源有利于公司分散单一业务构成的风险、降低整体运营成本，但公司热电机组通过自有管线对外供电将在长期内面临一定的政策风险。



公司治理与管理

截至 2015 年 3 月末，公司注册资本为 119,438.90 万元，其中魏桥集团持股 63.45%；自然人张红霞和张士平分别持股 1.48%和 0.44%（张士平为张红霞的父亲）；其余 34.63%股份由境外外资股东持有，魏桥集团是公司第一大股东。

公司按照《公司法》、《证券法》等有关法规的规定，建立权责明晰的管理体系及规范的法人治理结构。股东大会是公司的权力机构，定期按照法定程序召开；董事会是公司的决策机构，现设董事长 1 名、总经理 1 名、其他董事 8 名（其中 3 名为独立董事）；监事会是公司的监督机构，现设监事 3 名。公司管理层负责日常生产经营管理工作，由董事会聘任，下设生产技术部、原料供应部、销售总公司等职能部门。为适应管理需要，公司建立了一套较完整的内部管理制度体系，包括风险控制管理制度、关联交易内部审批管理制度、证券信息收集与披露制度、独立会计核算体系和财务管理制度等，为公司健康发展奠定了良好基础。

公司以开发高端产品以及拓展新兴市场为战略，利用纺织行业调整期扩大市场份额。公司将坚持以市场需求为导向，充分利用各种新型纤维，调整和优化产品结构，努力适应多品种、小批量、快交货的市场新形势，逐步提高中高端产品的销售比例。此外，公司将不断加大以节能为重点的技术进步和改造力度，全面实施清洁生产。未来几年，公司将加强自主创新和内部管理，保持公司在棉纺织行业内的领先地位。

公司是全球规模最大棉纺织企业魏桥集团的子公司，棉纱和坯布产能居国内行业首位，成纱和高支高密织物质量达到国际先进水平，在国内外市场具有较高的品牌效应。但公司产品处于纺织行业前端，对行业需求和原材料价格波动较为敏感，使得公司的盈利水平出现波动。未来公司将继续以市场为导向，加强产品开发力度，优化产品结构，进一步提高抵御经济不利冲击的能力，巩固在棉纺织行业中的领先地位。总体上看，公司的抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2014 年财务报表。安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2014 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。



资产质量

2014 年，公司由于固定资产折旧导致资产规模同比减少，货币资金占总资产比重仍然较高，资产流动性较强；公司去库存压力较小，由于应收帐款管理较为严格，回款质量和周转效率较高

2014 年末，公司资产规模同比减少，主要是当期计提固定资产折旧所致。公司流动资产占总资产比重继续升高，2014 年末达到 59.09%。

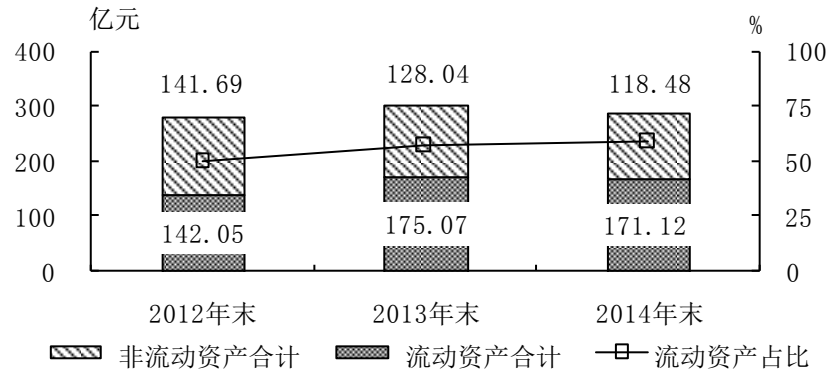


图 1 2012~2014 年末公司资产构成情况

公司流动资产主要由货币资金和存货构成，2013 年末两项合计占流动资产的比例接近 95%。2014 年末，公司货币资金为 107.95 亿元，占流动资产的比重为 63.08%，较 2013 年末增长 4.27%，其中银行存款占比为 99.23%，所有权受限货币资金为 0.81 亿元，主要是信用证保证金和保函保证金，货币资金较为充裕；存货主要为半成品和产成品，2014 年末为 58.65 亿元，计提存货跌价准备 4.08 亿元，较 2013 年末增长 15.26%，原因是下游客户谨慎采购，销售速度趋缓所致。

在其他的流动资产科目中，占比较大的主要是应收账款，2014 年末为 3.04 亿元，同比减少 45.68%，由于公司销售回款管理较为严格，除对个别长期合作且信誉较好的客户给予不超过 60 天的账期外，其余均为款到发货，因此账龄基本在 1 年以内。

公司非流动资产主要为固定资产，2014 年末固定资产占非流动资产比重为 94.80%，期末固定资产为 112.31 亿元，同比减少 8.83%，主要是公司计提折旧 13.29 亿元所致。

2014 年，公司存货周转天数为 180.52 天，较 2013 年增加 26.19 天；应收账款周转天数为 11.48 天，较 2013 年变化不大。2014 年，由于下游销售趋缓，当期存货周转效率有所下降，但是应收账款的回款管理仍然较为严格，回款保持较高效率。

截至 2014 年末，公司所有权受限资产主要为货币资金 0.81 亿元，以及用于抵押借款的固定资产，其账面价值为 16.24 亿元。综上所述，2014 年海外市场复苏缓慢、国内客户谨慎采购等因素导致公司存货同比有所增长，但是公司销售一般采用现款销售，应收账款数额较少，

货币资金平稳增长。整体上看，公司资产流动性仍然较强。

资本结构

2014 年，公司总负债规模同比减少，有息债务占比较高，但总体债务规模尚在可控范围之内

2014 年末，由于公司归还借款以及谨慎采购棉花原材料，使得债务规模同比下降，流动负债占比由 2013 年末的 50.74% 下降到 2014 年末的 40.53%。

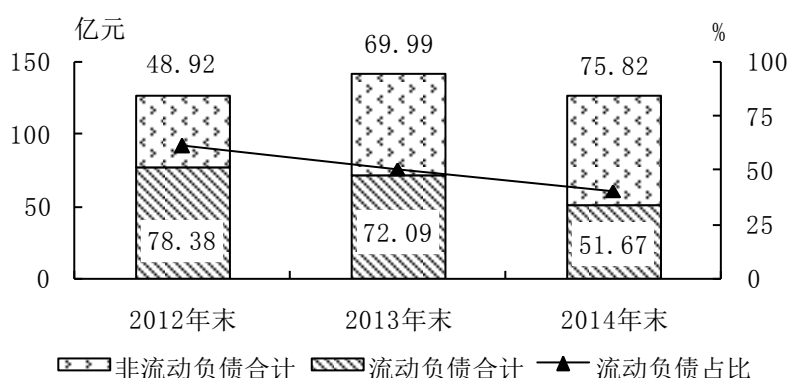


图 2 2012~2014 年末公司负债构成情况

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、应付职工薪酬、应交税费和一年内到期的非流动负债等构成。2014 年末，短期借款为 20.51 亿元，在流动负债中占比为 39.70%，同比减少 34.34%，其中信用借款占比为 43.54%；应付账款为 11.35 亿元，主要是应付采购棉花款项，同比减少 41.47%，原因是当期由于下游销售趋缓、棉花价格下跌，公司谨慎采购所致；应付职工薪酬为 7.09 亿元，同比变动较小；应交税费为 5.33 亿元，同比增加 0.32 亿元；一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款，余额为 4.20 亿元，同比减少 1.64 亿元。

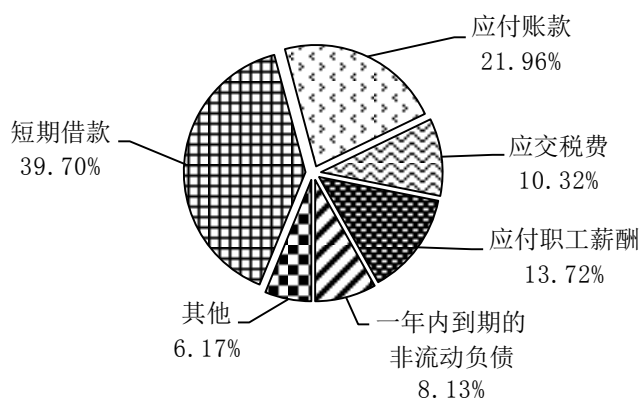


图 3 2014 年末公司流动负债构成情况

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，两项合计占非流动负债比例超过 95%。2014 年末，长期借款为 13.70 亿元，全部为



抵押借款，同比减少 63.43%，主要是当期公司发行了 30 亿元公司债券对银行借款进行了替换；应付债券为 2013 年 10 月和 2014 年 11 月发行的共计 60 亿元公司债券，年末余额为 59.53 亿元。

2014 年末，公司总有息债务规模因归还了较多短期借款同比减少 6.32 亿元，但发行公司债券使得长期有息债务占比同比上升 10.02 个百分点，总有息债务占总负债比重亦同比上升 3.23 个百分点，有息债务结构仍以长期有息债务为主。

表 7 2012~2014 年末公司有息债务构成及占总负债比重（单位：亿元、%）

项目	2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期有息债务	24.71	19.38	37.08	26.17	44.61	35.04
长期有息债务	73.23	57.44	67.18	47.42	46.05	36.17
总有息债务	97.94	76.82	104.26	73.59	90.66	71.21
总负债	127.49	100.00	142.09	100.00	127.30	100.00

截至 2014 年末，从未来 3 年内公司有息债务到期情况看，公司各期还款数额较为平衡。

表 8 截至 2014 年末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2] 年	(2, 3] 年	合计
金额	24.71	34.42	38.81	97.94
占比	25.23	35.14	39.63	100.00

2014 年末，公司未分配利润为 68.07 亿元，同比增长 0.65 亿元；所有者权益为 162.10 亿元，同比增长 1.09 亿元。2014 年，由于公司销售减少、净利润下降，使得留存收益增速减缓。

2014 年末，公司资产负债率同比下降，债务负担较轻；长期资产对长期资本的覆盖程度显著上升；流动比率和速动比率因货币资金增长而继续改善。

表 9 2012~2014 年末公司财务比率指标（单位：%、倍）

指标	2014 年末	2013 年末	2012 年末
资产负债率	44.02	46.88	44.86
债务资本比率	37.66	39.30	36.70
长期资产适合率	200.82	180.43	144.94
流动比率	3.31	2.43	1.81
速动比率	2.26	1.54	1.07

截至 2014 年末，公司无对外担保事项。综上所述，公司所处行业对宏观经济和原材料价格波动较为敏感，同时为了保持现有生产规模，公司对资金的需求较大，有息债务占总负债比重较高，2014 年发行债券替换银行借款后，尤以短期债务负担减轻较为明显。



盈利能力

2014 年，受纱线和坯布销量下降影响，公司营业收入和利润同比有所下降

2014 年，受下游需求不旺影响，公司主动缩减产量，产销量同比均明显减少，当期营业收入同比降幅为 17.07%，但毛利率水平保持上升，主要是公司根据市场需求调整产品结构，向高毛利率的产品倾斜，同时加强成本控制，当期毛利率达到 12.34%，与 2013 年相比差异不大；利润总额减少至 4.47 亿元，降幅为 51.51%。

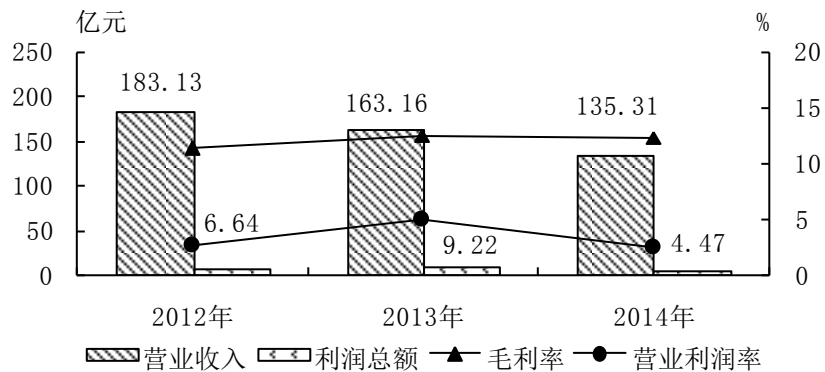


图 4 2012~2014 年公司收入和盈利情况

在费用控制方面，2014 年公司销售费用、管理费用和财务费用分别占营业收入的比重为 1.18%、2.20% 和 4.68%，期间费用合计占营业收入比重为 8.06%，当期财务费用上升较为明显，主要是支付 2013 年发行的公司债券利息所致。

在盈利指标方面，2014 年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.46% 和 1.89%，同比分别下降 1.16 个百分点和 2.00 个百分点，主要是净利润下降所致。

未来 1~2 年，随着棉花价格政策和市场走势趋于稳定，以及公司重点向高附加值产品倾斜，其抵御行业需求波动的能力将有所增强，有利于提高收入和利润水平的稳定性。

现金流

2014 年，公司经营性净现金流同比增加，其对债务和利息的保障能力有所增强；由于归还借款使得筹资性现金流表现为净流出

2014 年，公司经营性净现金流为 25.95 亿元，同比增加 5.79 亿元，主要是 2014 年缩减生产规模存货减少所致。同期，公司现金回笼率为 116.31%，同比变化不大，仍保持较强的现金获取能力。

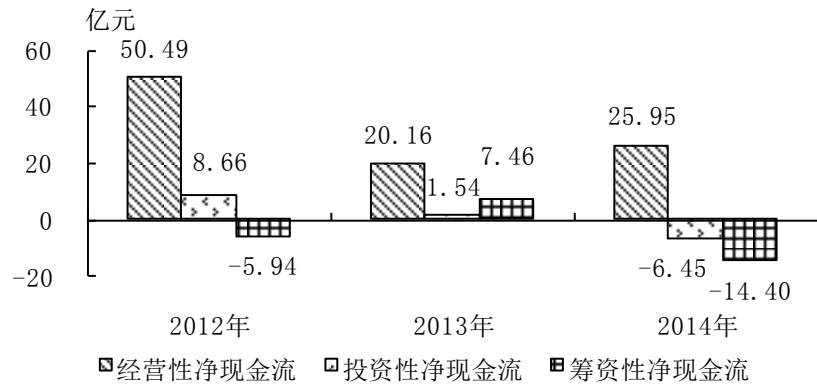


图 5 2012~2014 年公司现金流情况

2014 年, 公司投资性净现金流为-6.45 亿元, 同比减少 7.99 亿元, 主要由于当期公司与控股股东履行热电资产置换协议支付对价所致; 公司筹资性现金流变为净流出, 主要是偿还部分到期银行借款以及减少借款所致。

表 10 2012~2014 年公司部分偿债指标 (单位: %、倍)

指标	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流/流动负债	41.93	26.80	59.68
经营性净现金流/总负债	19.25	14.97	37.79
经营性净现金流利息保障倍数	4.13	3.64	8.43
EBIT 利息保障倍数	1.59	2.66	2.11
EBITDA 利息保障倍数	3.83	5.08	4.41

2014 年, 由于公司经营性净现金流同比增加, 使得经营性净现金流对债务和利息的保障能力有所上升; EBIT 和 EBITDA 对利息保障倍数受盈利水平影响, 利息保障倍数有所下降。

综上所述, 2014 年以来虽然受销售情况影响, 公司净利润同比大幅下降, 但是由于公司控制存货规模得当, 经营性净现金流同比有所增加, 其对债务和利息保障水平仍然较高。

偿债能力

公司是全球最大棉纺织企业魏桥集团的子公司, 具有一定的规模优势, 但以棉纱和坯布为主, 处于纺织行业的产业链上游, 因此公司盈利能力对需求和棉花价格波动较为敏感。2014 年以来, 由于下游需求不旺, 营业收入和利润水平均出现大幅下滑, 但是由于产业结构调整 and 成本控制得当, 毛利率水平同比上升。从资产构成看, 2014 年末货币资金仍然超过 100 亿元, 且受限货币资金极少, 货币资金较为充足; 存货主要为库存商品和棉花, 受行业需求波动影响存货存在一定跌价风险, 公司生产和库存管理水平较高, 在下游需求不旺的情况下, 未形成较高的库存压力。从债务规模看, 公司资产负债率因发行公司



债券替换了较多的银行借款，有效降低的总体负债水平。从现金流看，公司经营性净现金流虽具有一定的波动性，但整体上数额较大，仍能对债务形成有效覆盖。

综合来看，公司行业领先地位仍较为突出，凭借自身生产优势，积极调整产品结构和市场结构，销售回款效率较高，加之公司作为上市公司外部融资渠道较为通畅。因此，公司具有很强的债务保障能力。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2015 年 5 月 5 日，公司本部未曾发生信贷违约事件；截至本报告出具日，公司已发行公司债券“13 魏桥 01”和“13 魏桥 02”，尚在存续期、按时付息。

本次债券票面利率由公司及其簿记管理人通过市场询价协商确定，在本次债券存续期内前 3 年固定不变；公司有权决定在本次债券存续期的第 3 年末上调本次债券后 2 年的票面利率，调整幅度为 0 至 200 个基点（含本数），其中 1 个基点为 0.01%。公司将于本次债券第 3 个计息年度付息日前的第 30 个交易日，在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上发布关于是否上调本次债券票面利率以及上调幅度的公告。公司发出关于是否上调本次债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本次债券的第 3 个计息年度付息日将持有的本次债券按票面金额全部或部分回售给公司。未被回售部分的债券票面利率为存续期内前 3 年票面利率加上调基点，在债券存续期后 2 年固定不变。若公司未行使利率上调选择权，则本次债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

结论

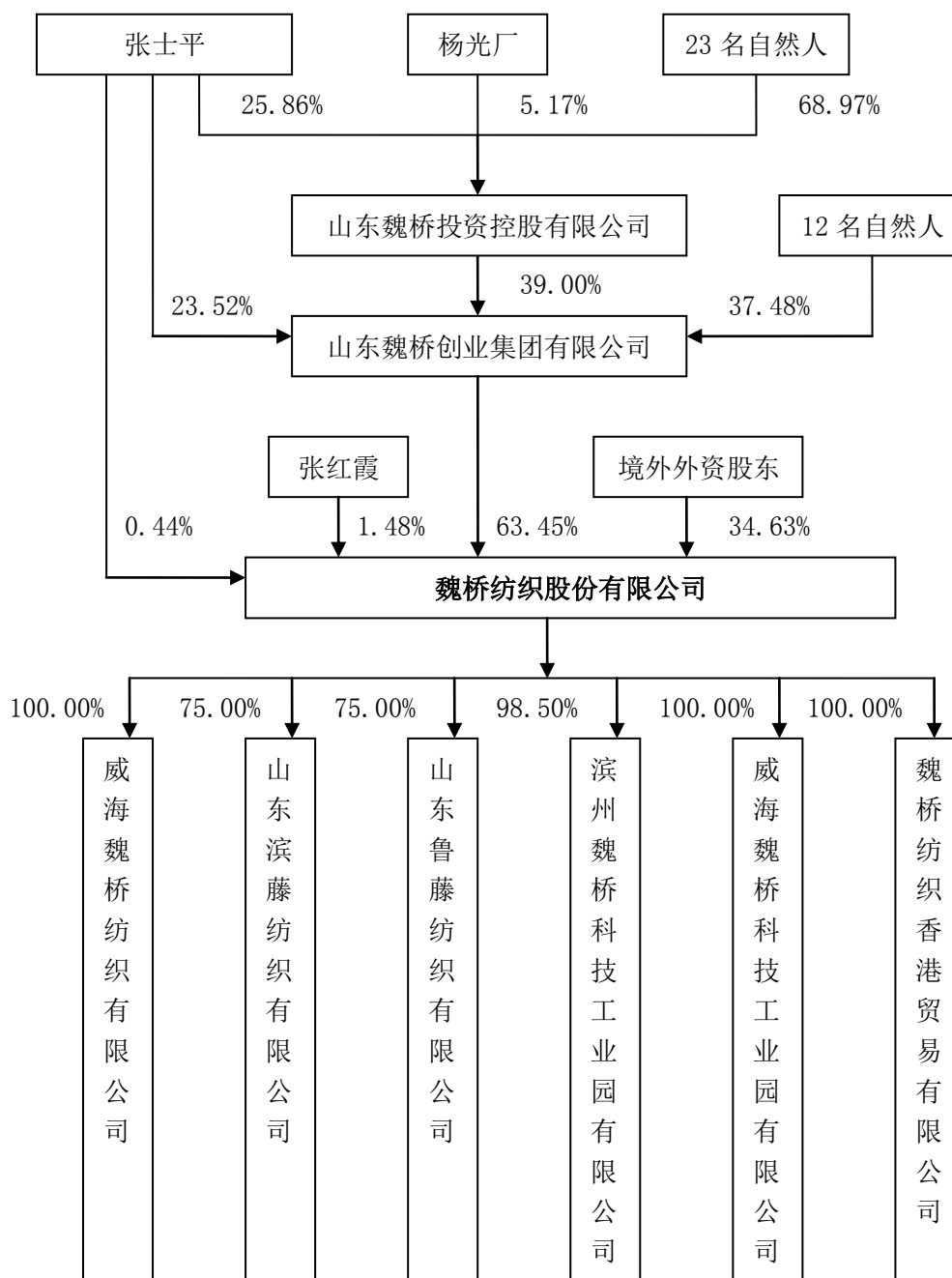
纺织行业是我国传统的比较优势行业，但全球经济形势低迷、纺织行业需求下滑，同时原材料棉花价格大幅削弱了我国纺织行业出口竞争优势，部分订单向东南亚国家转移，行业利润水平增速减缓。公司经过多年的发展积累，形成了以纺纱和织造为核心的业务结构，具备一定的规模优势和品牌知名度。但是公司产品处于行业前端、附加值较低，易受下游需求和棉花价格波动影响。但作为国内纺织行业龙头企业，行业领先地位仍较为突出。

预计未来 1~2 年，随着棉花价格趋于稳定以及高毛利率的产品比例增加，收入水平将有望保持增长，盈利能力将有所增强。

综合分析，大公对公司“13 魏桥 01”、“13 魏桥 02”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。



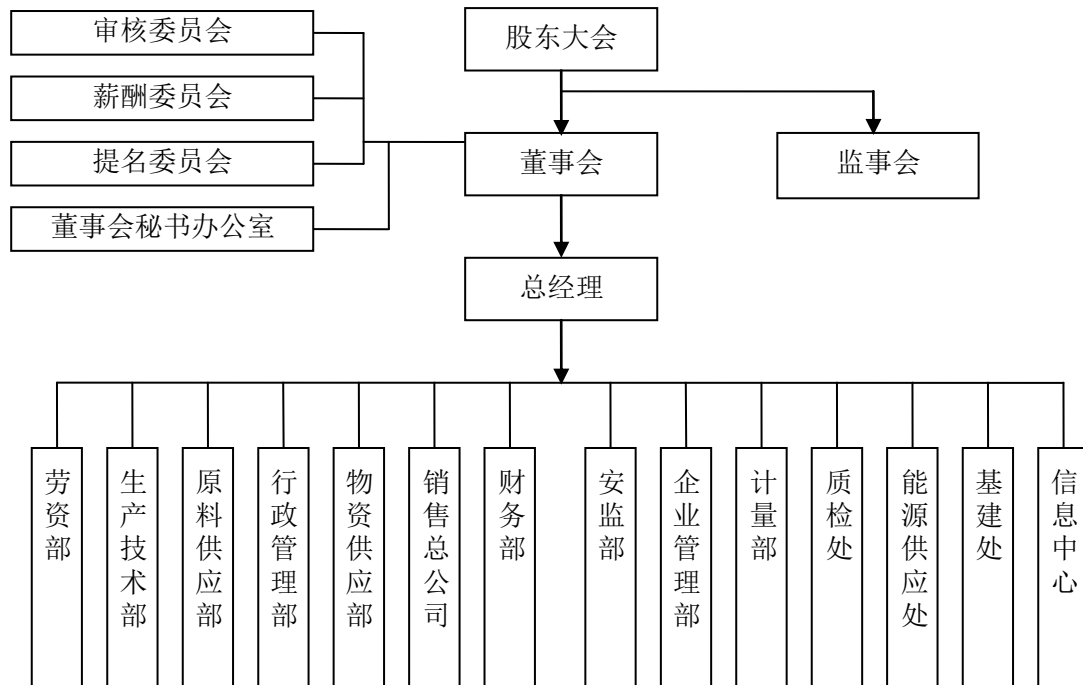
附件 1 截至 2015 年 3 月末魏桥纺织股份有限公司股权结构图³



³ 截至 2014 年 6 月末，自然人张士平登记持有山东魏桥投资控股有限公司（以下简称“魏桥投资”）25.86%的股权，其中 5.17%的股权为张士平代其他合计 29 名自然人股东持有，张士平个人实益持有魏桥投资 20.69%的股权；自然人杨光厂登记持有魏桥投资 5.17%的股权，其中 1.72%的股权为杨光厂代其他合计 10 名自然人股东持有，杨光厂个人实益持有魏桥投资 3.45%的股权。



附件 2 截至 2015 年 3 月末魏桥纺织股份有限公司组织结构图



附件 3 魏桥纺织股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2014 年	2013 年	2012 年
资产类			
货币资金	1,079,478	1,035,265	771,366
应收账款	30,387	55,943	55,679
存货	545,687	643,948	579,952
流动资产合计	1,711,179	1,750,680	1,420,514
固定资产	1,123,111	1,231,832	1,364,572
无形资产	27,007	18,674	19,147
非流动资产合计	1,184,758	1,280,366	1,416,853
总资产	2,895,937	3,031,046	2,837,367
占资产总额比 (%)			
货币资金	37.28	34.16	27.19
应收账款	1.05	1.85	1.96
存货	18.84	21.25	20.44
流动资产合计	59.09	57.76	50.06
固定资产	38.78	40.64	48.09
无形资产	0.93	0.62	0.67
非流动资产合计	40.91	42.24	49.94
负债类			
短期借款	205,118	312,388	408,324
应付账款	113,467	193,855	178,310
预收款项	9,934	11,694	15,847
其他应付款	11,799	13,247	14,340
应付职工薪酬	70,897	71,052	68,706
应交税费	53,310	50,120	54,361
一年内到期的非流动负债	42,029	58,448	37,768
流动负债合计	516,673	720,939	783,759
长期借款	137,000	374,640	460,545
应付债券	595,255	297,167	0
非流动负债合计	758,216	699,923	489,220
负债合计	1,274,889	1,420,861	1,272,979
占负债总额比 (%)			
短期借款	16.09	21.99	32.08
应付账款	8.90	13.64	14.01
预收款项	0.78	0.82	1.24
其他应付款	0.93	0.93	1.13

附件 3 魏桥纺织股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2014 年	2013 年	2012 年
占负债总额比（%）			
应付职工薪酬	5.56	5.00	5.40
应交税费	4.18	3.53	4.27
一年内到期的非流动负债	3.30	4.11	2.97
流动负债合计	40.53	50.74	61.57
长期借款	10.75	26.37	36.18
应付债券	46.69	20.91	0.00
非流动负债合计	59.47	49.26	38.43
权益类			
实收资本（股本）	119,439	119,439	119,439
资本公积	666,464	666,464	667,338
盈余公积	147,141	142,669	136,344
未分配利润	680,748	674,199	632,525
归属于母公司所有者权益	1,613,793	1,602,771	1,555,646
所有者权益合计	1,621,048	1,610,185	1,564,387
损益类			
营业收入	1,353,127	1,631,618	1,831,325
营业成本	1,186,216	1,427,454	1,623,109
销售费用	15,905	20,420	20,621
管理费用	29,771	28,358	25,240
财务费用	63,373	57,957	65,371
资产减值损失	16,750	10,171	30,747
营业利润	33,743	80,439	48,476
营业外收支净额	10,950	11,738	17,898
利润总额	44,693	92,177	66,374
净利润	30,701	62,692	47,899
归属于母公司所有者的净利润	30,824	62,881	48,188
占营业收入比（%）			
营业成本	87.66	87.49	88.63
销售费用	1.18	1.25	1.13
管理费用	2.20	1.74	1.38
财务费用	4.68	3.55	3.57
资产减值损失	1.24	0.62	1.68
营业利润	2.49	4.93	2.65
营业外收支净额	0.81	0.72	0.98

附件 3 魏桥纺织股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2014 年	2013 年	2012 年
占营业收入比（%）			
利润总额	3.30	5.65	3.62
净利润	2.27	3.84	2.62
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	259,454	201,637	504,895
投资活动产生的现金流量净额	-64,452	15,410	86,597
筹资活动产生的现金流量净额	-144,017	74,584	-59,357
财务指标			
EBIT	107,554	147,636	126,271
EBITDA	240,992	281,687	263,907
总有息债务	979,401	1,042,643	906,638
毛利率（%）	12.34	12.51	11.37
营业利润率（%）	2.49	4.93	2.65
总资产报酬率（%）	3.71	4.87	4.45
净资产收益率（%）	1.89	3.89	3.06
资产负债率（%）	44.02	46.88	44.86
债务资本比率（%）	37.66	39.30	36.69
长期资产适合率（%）	200.82	180.43	144.94
流动比率（倍）	3.31	2.43	1.81
速动比率（倍）	2.26	1.54	1.07
保守速动比率（倍）	2.09	1.44	0.98
存货周转天数（天）	180.52	154.33	175.71
应收账款周转天数（天）	11.48	12.31	9.01
经营性净现金流/流动负债（%）	41.93	26.80	59.68
经营性净现金流/总负债（%）	19.25	14.97	37.79
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	4.13	3.64	8.43
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.59	2.66	2.11
EBITDA 利息保障倍数（倍）	3.83	5.08	4.41
现金比率（%）	208.93	143.60	98.42
现金回笼率（%）	116.31	115.32	115.86
担保比率（%）	0.00	0.00	0.00

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
22. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBITDA} / \text{利息支出} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：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 级：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。