

愉悦家纺有限公司

2012 年公司债券 2015 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【409】号 01

增信方式: 保证担保

担保主体: 山东滨州印
染集团有限责任公司

债券剩余规模: 3 亿元

债券到期日期: 2018 年
12 月 20 日

债券偿还方式: 本期债
券按年付息, 到期一次
还本, 附第 4 年末投资
者回售选择权

分析师

姓名:
王晨 杨建华

电话:
010-66216006

邮箱:
wangch@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

愉悦家纺有限公司 2012 年公司债券 2015 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	2015 年 06 月 26 日	2014 年 06 月 25 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对愉悦家纺有限公司 (以下简称“愉悦家纺”或“公司”) 及其 2012 年 12 月 20 日发行的 3 亿元公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2015 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级下调为 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公司主要产品产销量均有所提升, 收入和综合毛利率增长, 现金生成能力稳定, 经营活动现金流有所改善, 同时我们也关注到了山东滨州印染集团有限责任公司 (以下简称“滨印集团”) 为本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保的效力有所下降, 公司成本控制压力有所加大, 客户集中度风险上升, 预付和应收款项占用了公司营运资金, 短期偿债压力较大, 利润受到期间费用的侵蚀以及存在或有负债等风险因素。

正面:

- 公司生产情况稳定, 主要产品产销量有所提升, 收入和综合毛利率保持增长。2014 年公司印染布产能增加 5,000 万米至 25,000 万米, 印染布产销量分别同比增长 23.08% 和 22.20%, 棉纱产销量分别同比增长 13.47% 和 9.71%; 2014 年, 公司实现营业收入 30.82 亿元, 较 2013 年增长 4.80%; 综合毛利率为 14.60%, 同比提高 0.41 个百分点。
- 公司现金生成能力稳定, 经营活动现金流有所改善。2014 年公司 FFO 为 4.03 亿元, 全年公司经营活动实现现金净流入 2.16 亿元。

关注：

- **滨印集团为本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保的效力有所下降。**
2014年11月滨印集团将所持有的华纺股份64,681,000股无限售条件股份无偿划转过户至滨州国资，滨印集团所持有的华纺股份剩余22,970,441股待限售期满后无偿划转给滨州国资；截至2015年5月末，滨印集团不再是华纺股份控股股东，资产规模与收入水平将有所下降，其为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保的效力有所下降。
- **公司赊销规模有所扩大，应收账款有所增长，同时预付款项和其他应收款也保持增长，占用了公司营运资金。**2014年公司对长期客户的结算政策有所放宽，导致应收账款快速增长，截至2014年末应收账款达到3.93亿元，较2013年末增长81.19%；同时2014年末公司预付款项和其他应收款分别同比增长68.55%和17.89%，截至2014年末公司预付款项、应收账款和其他应收款合计达到13.41亿元，占公司总资产的比重为33.70%，对公司资金形成了一定占用。
- **棉花价格的易波动以及人工成本的上升加大了公司成本控制压力。**棉花价格易受全球棉花种植面积、气候和期货市场推波助澜以及进口配额与国家收储政策变化等多重因素的影响而存在波动，此外2014年公司人员工资同比增长32.5%，公司成本控制压力有所加大。
- **公司客户集中度风险有所上升。**2014年公司自前五大客户取得营业收入16.37亿元，占当年度公司营业收入的比重达到53.11%，较2013年提高10.33个百分点。
- **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2014年末公司有息债务为18.97亿元，占负债总额的比重为83.09%，其中需要一年内偿还的短期有息债务为15.54亿元，占全部有息债务的比重为81.94%，公司短期偿债压力较大。
- **公司期间费用有所增加，对公司利润形成一定侵蚀。**2014年公司销售费用、管理费用和财务费用分别同比增长23.85%、29.50%和17.13%，期间费用率同比上升0.99个百分点，受此影响，公司营业利润同比下降8.64%；上述费用存在一定刚性，预计仍将对公司盈利水平产生一定不利影响。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2014年末公司对外担保金额合计为47,540.00万元，占2014年末公司净资产的比重为28.03%，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标:

项目	2014年	2013年	2012年
总资产(万元)	397,875.91	371,660.31	376,315.75
归属于母公司所有者权益(万元)	167,552.65	151,387.43	129,882.14
资产负债率	57.37%	59.20%	65.49%
有息债务(万元)	189,669.10	180,315.99	197,193.20
流动比率	1.17	1.13	0.98
速动比率	0.95	0.88	0.85
营业收入(万元)	308,231.80	294,111.00	233,963.49
利润总额(万元)	21,228.50	23,354.46	23,005.49
净利润(万元)	16,001.09	21,500.58	16,588.73
综合毛利率	14.60%	14.19%	15.95%
EBITDA(万元)	45,448.11	44,303.11	38,157.18
EBITDA 利息保障倍数	3.31	2.71	4.77
经营活动现金流净额(万元)	21,589.97	-3,906.84	7,175.49

资料来源: 公司审计报告, 鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2012]3596号文件批准，公司于2012年12月20日公开发行3亿元公司债券，票面利率为7.15%。

本期债券为6年期固定利率债券，附债券存续期第4年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券的起息日为2012年12月20日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2013年至2018年每年的12月20日为上一个计息年度的付息日。如投资者行使回售选择权，则其回售部分债券的付息日为2013年至2016年每年的12月20日。本期债券的兑付日为2018年12月20日，如投资者行使回售权，则其回售部分债券的兑付日为2016年12月20日。截至2015年3月31日，本期债券本息兑付情况见表1。

表1 截至2015年3月31日本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013年12月20日	30,000.00	0.00	2,145.00	30,000.00
2014年12月20日	30,000.00	0.00	2,145.00	30,000.00

资料来源：公司提供

本期债券募集资金拟用于建设废弃纤维再生综合利用项目和黄河三角洲综合物流园项目，截至2015年5月31日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、股权结构和控股股东均未发生变更，控股股东为愉悦家纺有限公司工会委员会，公司主营业务也未发生变化。2014年公司合并范围子公司减少一家，为青岛永琪信实国际贸易有限公司。

表2 2014年不再纳入合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	主营业务	注册资本	处置日净资产	不再纳入合并原因
青岛永琪信实国际贸易有限公司	国际贸易	1,000.00	224.65	股权处置

资料来源：公司审计报告

截至2014年12月31日，公司资产总额为39.79亿元，归属于母公司的所有者权益为16.76亿元，资产负债率为57.37%；2014年度，公司实现营业收入30.82亿元，利润总额2.12亿元，经营活动现金流净额2.16亿元。

三、运营环境

2014年纺织行业发展缓中趋稳，主要指标增速回落，运行质量效益稳定，结构调整取得进展

受原料价格大幅波动、市场需求放缓以及自身发展阶段转换等内外因素影响，纺织行业延续了“十二五”以来总量增速逐年放缓的态势，各项指标增速较2013年均不同程度下降。据国家统计局发布的数据，2014年，全年规模以上工业中，纺织业工业增加值比上年增长6.7%，增速同比下滑2个百分点；其中，纱产量3,379.2万吨，比上年增长5.6%，增速同比下滑1.6个百分点；布产量893.7亿米，比上年减少0.4%，增速同比下滑4.4个百分点；化学纤维产量4,389.8万吨，比上年增长5.5%，增速同比下滑1.9个百分点¹。

2014年纺织行业运行质量效益稳定。据中国工业报报道，全国去年纺织行业主营业务收入达到67,220.1亿元，同比增长6.8%；利润总额为3,662.7亿元，同比增长6.1%；主营业务收入利润率5.45%，与上年同期基本持平。此外，三费所占比重6.17%，略下降0.02个百分点，产成品周转率20.57次，提高0.8%，表明企业管理水平有所改善。

2014年纺织行业结构调整取得一定进展。一是市场开拓和品牌建设能力有所提升，终端产品如服装、家纺、产业用纺织品行业利润率均在5.7%以上，高于原料或半成品行业。二是投资有所优化，纺织行业500万元以上项目固定资产投资同比增长13.4%。三是产业用纺织品行业继续较快增长。在纺织大行业减速调整的背景下，产业用纺织品、家用纺织品等子行业日益成为纺织产业链上新的增长点。2014年，我国规模以上产业用纺织品行业工业增加值同比增长11.7%，高于纺织全行业增速4.7个百分点；利润总额同比增长13.8%，高于全行业增速7.7个百分点²。

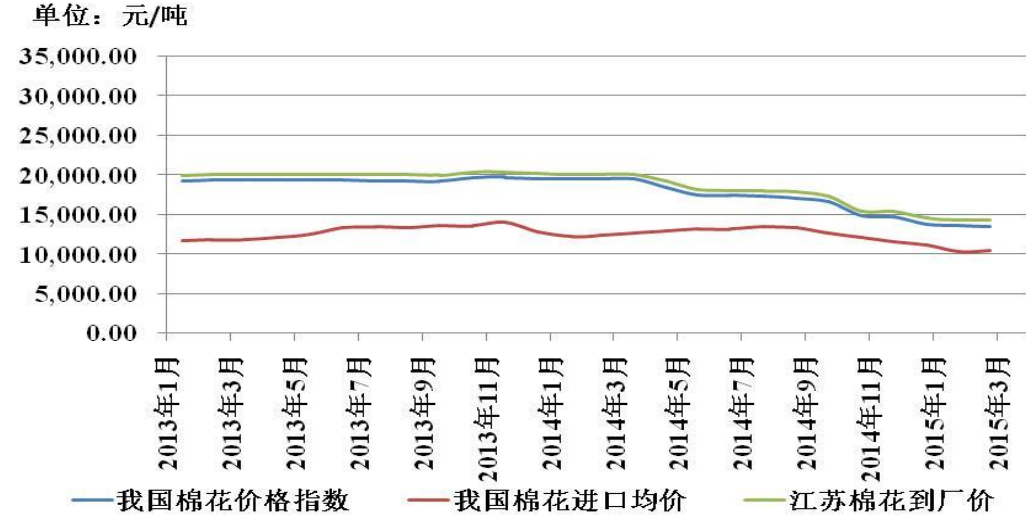
受复杂的国内棉花市场、持续上升的综合成本、严峻的环保形势以及日趋激烈的国际竞争等因素影响，我国纺织行业仍面临较大的下行压力

多年来棉花价格大起大落，国内外棉价差不断扩大，严重削弱了我国棉纺织企业的国际竞争力。2014年国内棉花种植补贴政策试点实行，棉花价格基本由市场形成，内外棉花价差缩小。棉价的市场化改革给纺织行业带来的有利因素。但直补政策实施效果还不确定，多年来导致国内外棉价巨幅波动的因素并未消失，受全球棉花种植面积、气候，以及期货市场推波助澜等多重因素的影响，未来国内外棉价的大幅波动仍在所难免，纺织行业平稳运行仍面临一定压力。

¹ 数据来源于《2013年国民经济和社会发展统计公报》与《2014年国民经济和社会发展统计公报》

² 数据来源于中华人民共和国工业和信息化部消费品工业司《2014年我国纺织行业运行情况及2015年形势预测》

图1 近年我国棉花价格趋势图



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

国家统计局发布的数据显示，在2014年全年经济增速下滑的同时，劳动年龄人口比例也出现了连续第三年的下降。2014年北京、广州、福建、江苏等发达沿海多地遭遇“用工难”的现象。另一方面，纺织行业的工人工资大约以每年15%以上的速度在递增。目前我国服装行业的工资水平约为东南亚工人的3倍以上，在企业产品成本中，劳动力成本占比明显上升，劳动力愈来愈贵的趋势将成为我国纺织行业面临的新常态。

2015年新的环保法实施，国家对污染排放监管范围和标准不断提升，行业环保压力更加突出。部分地区对印染企业采取不准改造的一刀切限制政策，不仅不利于促进节能减排，也将影响纺织全产业链的转型升级。

纺织行业国际市场竞争更趋激烈。近年来，越南、孟加拉等国家依托劳动力成本、汇率等比较优势，在国际市场上的份额加速提升。我国纺织行业在综合成本持续上升的情况下，参与国际竞争的压力不断加大。据美国海关、日本海关数据资料显示，2014年1-11月，我国在美国纺织品服装进口总额中占比为39.06%，较上年同期下降0.82个百分点；1-11月，我国占日本纺织品服装进口总额的比重为67.59%，较上年同期下降3.7个百分点。

四、经营与竞争

公司是一家集纺纱、织布、印染、缝制于一体的综合性家纺企业，主要生产各种规格棉纱、坯布、印染布料、家纺成品、服装等。跟踪期内，公司业务发展稳定，2014年公司主营业务收入同比增长4.39%，主营业务毛利率同比提高0.58个百分点。床品和面料仍是公司收入的主要来源，2014年上述产品占公司主营业务收入的比重达到82.45%，较2013年提

高6.05个百分点。2013-2014年公司主营业务收入和毛利率见下表。

表3 2013-2014年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
床品	166,685.25	15.45%	158,173.49	14.40%
面料	83,114.43	10.84%	63,560.32	12.48%
棉纱	26,843.36	11.26%	26,715.71	12.02%
原棉	7,742.57	10.28%	31,392.13	20.41%
方巾	1,092.35	11.68%	1,631.19	10.52%
服装	905.58	14.29%	785.92	13.17%
房地产	6,719.39	24.85%	-	-
其他	9,868.70	30.59%	7,982.56	-7.23%
合计	302,971.62	14.37%	290,241.31	13.79%

资料来源：公司审计报告及公司提供，鹏元整理

公司生产情况稳定，主要产品产量均有所提升，产能利用率较高，随着在建技改项目的完工，公司生产效率或将得到进一步提升

跟踪期内，公司继续推进技术改造工程，不断提升生产线自动化程度，改进生产工艺，印染布产能继续提升，截至2014年末达到25,000.00万米，较2013年末提高5,000.00万米；棉纱等其他产品产能未发生变化。2014年公司生产情况良好，印染布、棉纱、坯布和家纺成品产量分别同比增长23.08%、13.47%、3.27%和0.20%；公司产品以销定产，方巾市场需求有所降低，公司适时减少方巾生产规模，方巾产量同比下降32.97%。2014年，公司产能利用率情况较好，除方巾外，其他产能利用率均在85%以上，其中印染布、坯布和家纺成品产能利用率分别为94.11%、99.72%和99.66%。

表4 2013-2014年公司主要产品产能、产量及产能利用率情况

产品名称	2014年			2013年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
印染布（万米）	25,000.00	23,527.68	94.11%	20,000.00	19,115.14	95.58%
棉纱（吨）	15,000.00	12,892.88	85.95%	15,000.00	11,362.14	75.75%
坯布（万米）	1,800.00	1,795.00	99.72%	1,800.00	1,738.16	96.56%
家纺成品（万套）	1,600.00	1,594.49	99.66%	1,600.00	1,591.30	99.46%
方巾（万块）	1,000.00	497.00	49.70%	1,000.00	741.45	74.15%

资料来源：公司提供，鹏元整理

目前，公司仍在持续推进技术改造，提高生产自动化程度，加大产品研发力度，改进生产工艺，提高产品质量与生产效率。目前，公司在建项目主要包括智能化车间、印染整理面料技术改造项目、中试开发能力提升项目和热电项目，其中智能化车间集研发、制作、

测试等功能于一体，通过提高装配件的精度及产品装配质量、降低劳动强度以及前期更优化的防腐处理，逐步实现标准化、自动化生产目标；并且智能化车间将结合车间维护，对车间设备的损坏件进行维修，为车间新设备研发提供硬件保证等，该项目计划总投资3,000万元，截至2014年末已投资1,799.81万元。印染整理面料技术改造项目将对厂房及设备进行升级改造，降低生产过程中的损耗并提高生产自动化水平，该项目计划总投资4,000万元，截至2014年末已投资2,437.65万元。中试开发能力提升项目主要进行中试车间开发、试样的升级等，有利于改进公司生产工艺，提升产品研发能力，增加产品种类，该项目计划总投资2,000万元，截至2014年末已投资544.89万元。热电项目是主要为满足环保要求而进行的脱硫与脱硝改造。整体来看，上述项目建成完工后，公司生产能力或将得到进一步提升，同时生产自动化程度、产品质量与生产效率均将得到一定提升，公司研发水平也将有所提升，产品种类类别也将得到丰富，有助于提升公司差异化竞争能力，上述项目计划总投资达到12,000万元，截至2014年末已投资6,371.92万元，未来尚需投资5,628.08万元。

表5 截至2014年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	计划总投资	已投资	建设内容和效果
智能化车间	3,000.00	1,799.81	对生车所需设备的自行车化装配
印染整理面料技术改造项目	4,000.00	2,437.65	厂房及设备的升级改造
热电项目	3,000.00	1,589.57	脱硫、脱硝
中试开发能力提升项目	2,000.00	544.89	中试车间开发、试样的升级
合计	12,000.00	6,371.92	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司主要原材料采购均价小幅下降，但棉花价格易受众多因素的影响而有所波动，从而**影响公司的平稳运营**，此外人工成本的不断上升也加大了公司成本控制压力

生产成本方面，原棉和坯布是公司产品的主要原材料，其中原棉主要生产棉纱，坯布主要生产印染布，2014年原棉和坯布等原材料占公司产品总成本的比重约为80%，其他成本包括人工成本、电等动力成本。公司原料采购主要依据产品订单进行，目前原料采购市场整体供应良好，可选择性较强。公司原棉主要通过进口取得，2014年公司棉花进口配额为14,700吨，公司进口14,700吨，占全年公司原棉采购量的94.85%，与国内采购相比，有效降低了公司棉花采购成本。与2013年相比，2014年公司原棉采购规模和价格变化不大，采购量同比下降7.84%，采购均价同比下降2.94%。公司坯布供应商主要分布在山东、河北、湖北、陕西等地，原料供应渠道较为稳定。由于印染布产量提升，同时公司产品市场需求趋好，公司增加坯布储备，2014年公司坯布采购量大幅提升，全年采购达到14,207.35万米，较2013年增长275.31%（其中，2013年公司坯布采购量未包含双经销的部分），采购均价为

12.05元/米，较2013年下降4.59%。2014年，公司前五大供应商采购金额占主营业务成本的比重约为29%，较2013年上升约11.35个百分点，供应商集中度有所提高。在采购结算方面，公司为培育国外稳定的供应商，2014年原材料国外采购预付规模有所上升；对于国内采购，公司延长了付款时间，使得应付账款规模大幅增长。

表6 2013-2014年公司主要原材料采购情况

原材料	2014年		2013年	
	采购量	均价	采购量	均价
原棉（吨、万元/吨）	15,497.74	1.32	16,815.67	1.36
坯布（万米、元/米）	14,207.35	12.05	3,785.45	12.63

注：2013年公司坯布采购量未包含双经销的部分，2014年坯布采购量包含双经销的部分。

资料来源：公司提供

原棉是公司产品的主要原材料，但棉花价格易受全球棉花种植面积、气候，以及期货市场推波助澜等多重因素的影响而存在波动，且公司棉花的采购价格还受进口配额以及国家收储政策变化的影响，未来仍存在波动的可能，将对公司的平稳运营产生一定影响。此外，2014年公司人员成本也有所上升，全年公司共支付人员工资2.44亿元，较2013年提高32.5%。目前人工成本占公司生产总成本的比重约为10%，人工成本的不断上升加大了公司成本控制压力。

公司客户保持稳定，产品销量实现稳定增长，盈利能力基本稳定，但收入增幅相对较低，且赊销规模有所扩大，客户集中度风险有所上升，未来出口业务或将受到复杂多变的国际经济形势与汇率波动的影响

公司经过多年的发展，已与多个优质客户建立了长期的合作关系。目前，公司产品以国际市场为主，国内市场为辅，主要产品约三分之二用于出口。

经过近十年的发展，公司已建立起了稳定的海外销售网络。截至2014年末，产品销往瑞典、法国、美国、澳大利亚、英国、日本、马来西亚、俄罗斯、韩国及中东等30多个国家和地区，拥有相对稳定的客户群体，其中俄罗斯等地为2014年新开发的销售区域。公司主要外销客户有瑞典宜家、圣美伦、金源澳门、恒成国际、宁波真蜡、美国标准纺织、维尔拉、沃尔玛、TARGET（泰给特）、SEARS（西尔斯）、JCPENNY（捷西盘尼）、MACY'S（梅西）、达卡、迪卡侬、巴西巴德膜、邦迪克、DESTPRO PTE LTD等，其中迪卡侬、巴西巴德膜、邦迪克、DESTPRO PTE LTD等为2014年公司新开发的客户。

国内市场方面，截至2014年末，公司拥有内销客户160家，较2013年末增加约10家；全国品牌专卖店186家，较2013年末增加约20家；直营店仍为4家，商行销售点仍为80家，产品入驻大润发、佳乐家等国内知名商场。

跟踪期内，公司市场需求整体情况较好，产量销量保持稳定增长，产销率水平较高。

2014年公司印染布销量达到23,255.31 万米，较2013年增长22.20%，其中自营规模实现一定增长。由于代加工模式下，客户要面对多个供应商的报价，市场相对透明，盈利空间有限，而自营模式下，主要是客户根据自身需求对公司自主设计产品进行采购，公司盈利水平相对较好。2014年棉纱和家纺成品也保持稳定增长，销量分别同比增长9.71%和0.20%，而坯布和方巾的销售规模则有所下滑，其中坯布外销规模下降主要系公司内部领用量有所增长所致，方巾销售下降主要系市场需求下滑所致。此外，2014年废弃纤维再生综合利用项目实现收入5,917万元，黄河三角洲综合物流园部分出租给当地政府，实现收入952万元，均在收入明细中的其他科目列示。

表7 2013-2014年公司主要产品销量、产销率情况

产品名称		2014 年		2013 年	
		销量	产销率	销量	产销率
印染布（万米）	代加工	7,070.19	98.17%	4,125.12	97.99%
	自营	16,185.12	99.52%	14,905.42	100.00%
棉纱（吨）		12,886.51	99.95%	11,745.84	103.38%
坯布（万米）	内部领用	1,390.20	99.83%	1,342.37	100.00%
	销售	401.80	100.25%	405.74	102.51%
家纺成品（万套）		1,593.80	99.96%	1,590.57	99.95%
方巾（万块）		497.00	100.00%	741.45	100.00%

资料来源：公司提供

公司在签订订单时根据原材料价格确定产品价格，2014年公司主要原材料价格有所下降，产品价格也有所下降。因此，相对于销量的增速，公司产品收入增速较低，2014年公司床品和面料合计实现收入24.98亿元，较2013年增长12.66%；棉纱收入同比增长0.48%。为满足公司生产规模的提升，原棉外销量减少，2014年收入同比下降75.34%；方巾市场需求下降导致收入同比下降33.03%。一方面，公司整体产品价格有所下滑；另一方面，公司原材料采购成本有所下降，同时公司通过生产效率的提升以及自营规模的扩大提升盈利能力，因此跟踪期内，公司整体盈利能力保持稳定，床品、面料、棉纱、方巾和服装等产品毛利率变动幅度均在2%之内。由于棉花市场的波动，2014年公司原棉销售毛利率同比下降10.13个百分点。跟踪期内，公司销售结算政策有所放宽，尤其是对宜家等大客户，销售回款时间有所延长，导致公司应收账款大幅增长。

从销售区域构成来看，跟踪期内公司国外与国内收入规模增长稳定，2014年收入分别同比增长5.38%和2.44%。目前，国外市场收入占公司主营业务收入的比重约为三分之二，且与国内市场相比，国外市场的毛利率也相对较高，2014年国外市场比国内市场毛利率高出12.47个百分点。值得注意的是，复杂多变的国际经济形势以及我国扩大汇率波幅等因素

可能会给公司出口业务带来一定经营风险。

表8 2013-2014年公司主营业务收入区域构成情况（单位：万元）

区域	2014年			2013年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
国外	202,406.27	66.81%	18.51%	192,072.15	66.18%	16.72%
国内	100,565.36	33.19%	6.04%	98,169.17	33.82%	8.06%
合计	302,971.62	100.00%	14.37%	290,241.31	100.00%	13.79%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

跟踪期内，公司收入仍主要来源于圣美伦集团有限公司、宜家贸易香港有限公司等，2014年公司自上述两家客户取得收入达到11.38亿元，合计占公司营业收入的比重达到36.90%。从前五大客户来看，2014年公司自前五大客户取得营业收入16.37亿元，占当年度公司营业收入的比重达到53.11%，较2013年提高10.33个百分点，客户集中度风险有所上升。

表9 2013-2014年公司前五大客户情况（单位：万元）

期间	前五大客户	营业收入	占全部营业收入比重
2014年	圣美伦集团有限公司	68,411.64	22.19%
	宜家贸易香港有限公司	45,340.82	14.71%
	金源澳门离岸商业服务有限公司	21,552.20	6.99%
	宁波真蜡	15,097.10	4.90%
	滨州愉怡纺织科技有限公司	13,315.53	4.32%
	合计	163,717.29	53.11%
2013年	圣美伦集团有限公司	44,319.96	15.07%
	宜家贸易香港有限公司	31,160.25	10.59%
	青岛美家圣达高科技材料有限公司	18,359.14	6.24%
	悦港实业有限公司	16,229.41	5.52%
	金源澳门离岸商业服务有限公司	15,750.42	5.36%
	合计	125,819.18	42.78%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司新增房地产业务收入，拓宽了公司收入来源，但规模有限

2014年公司新增房地产业务收入，主要来源于和谐园项目，该项目主要向公司内部员工销售，销售价格与滨州市平均房地产价格相比较低。和谐园项目一期总投资1.04亿元，截至2015年5月末已投资1.02亿元，已基本建设完毕。一期项目占地面积3.13万平方米，建筑面积5.33万平方米，共建设楼盘14栋，住宅380套。2014年公司共实现一期项目收入6,719.39万元，毛利率为24.85%。截至2015年5月末，该项目已实现销售收入1.07亿元，结算收入7,520.39万元；目前一期项目尚有0.98万平方米的面积未销售。

目前，公司正在建设和谐园二期项目，二期项目计划总投资5,000万元，占地面积2.13

万平方米，建筑面积2.45万平方米，共开发楼盘6栋，住宅184套，截至2015年5月末已投资2,700万元。目前，该二期项目已开始销售，截至2015年5月末，该项目已销售0.35万平方米，实现销售收入1,013.52万元，已结算销售收入70.8万元。

整体来看，和谐园项目拓宽了公司收入来源，但整体规模有限。

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山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年审计报告，公司会计报表按照新会计准则编制。2014年公司合并范围减少一家子公司，为青岛永琪信实国际贸易有限公司。以下分析中2013年数据采用的是2014年度审计报告的期初数。

资产结构与质量

公司资产规模稳定增长，但固定资产占比较大，且应收款项、预付款项和其他应收款规模较大，对资金形成了一定占用，整体资产流动性一般

截至2014年末，公司资产总额为39.79亿元，较2013年末增长7.05%。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，截至2014年末，流动资产占总资产的比重为54.99%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，截至2014年末两者占货币资金总额的比重分别为39.44%和60.56%，其他货币资金主要系银行承兑汇票、信用证保证金等，使用权受限。应收账款主要系产品销售款，截至2014年末账龄在1年以内的占比超过80%。随着公司销售结算政策的放宽，应收账款增长快速，2014年末比2013年末增长81.19%；截至2014年末，公司应收前五名单位总额占应收账款总额的比例为47.17%，应收对象较为集中。公司预付款项主要系预付原材料采购款，跟踪期内国外采购中公司预付款规模有所增长，故2014年末预付款项同比增长68.55%。公司其他应收款主要为往来款，规模较大，截至2014年末为7.11亿元，较2013年末增长17.89%，占公司总资产的比重为17.88%；公司其他应收款前五名应收合计金额为2.87亿元，占其他应收款总额的比重为40.30%，其中规模较大的为应收股东愉悦家纺有限公司工会委员会1.08亿元、应收滨州高新区开发投资有限公司0.66亿元和应收滨州市佳恒燃气有限公司0.39亿元。截至2014年末，公司应收账款、预付款项和其他

应收款合计为13.41亿元，较2013年末增长39.58%，占公司总资产的比重为33.70%，规模较大，对公司资金形成一定占用。公司存货主要包括原材料、委托加工物资、库存商品、在产品 and 开发产品，截至2014年末占比分别为34.43%、11.24%、33.01%、7.13%和14.19%。

表10 2013-2014年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	43,300.73	10.88%	56,803.25	15.28%
应收账款	39,336.72	9.89%	21,710.42	5.84%
预付款项	23,607.56	5.93%	14,006.46	3.77%
其他应收款	71,130.11	17.88%	60,335.60	16.23%
存货	40,569.50	10.20%	42,753.60	11.50%
流动资产合计	218,777.07	54.99%	197,077.48	53.03%
固定资产	127,229.47	31.98%	117,687.06	31.67%
在建工程	9,313.54	2.34%	16,316.29	4.39%
无形资产	34,088.49	8.57%	34,111.84	9.18%
非流动资产合计	179,098.84	45.01%	174,582.83	46.97%
资产总计	397,875.91	100.00%	371,660.31	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要为固定资产、在建工程和无形资产。固定资产主要系机器专用设备和房屋建筑物，随着在建工程的转入，2014年末固定资产有所增长。在建工程主要包括印染整理面料技术改造项目、智能化车间和热电项目，2014年末规模有所下降，主要系转入固定资产所致。无形资产主要系土地使用权，跟踪期内变化不大。截至2014年末，公司已用于抵押的土地使用权、房屋建筑物和机器设备等账面净值合计为6.58亿元，占公司总资产的比重为16.54%。

总体来看，公司资产规模稳定增长，但固定资产占比较大，部分资产已用于抵押，且应收款项、预付款项和其他应收款规模较大，对资金形成了一定占用，整体资产流动性一般。

资产运营效率

公司净营业周期有所延长

公司应收票据规模较小，应收票据周转快速；应付票据规模较大，且2014年平均应付票据规模有所下降，周转率有所提升。跟踪期内，公司销售结算政策有所放宽，应收账款大幅增长，应收账款周转天数同比增加69.44%，同时存货的周转天数也同比增加16.05%，

尽管应付账款周转天数也有所增加，但公司净营业周期仍有所延长，2014年为70.89天，较2013年增加15天。与2013年相比，公司整体运营效率变化不大，流动资产、固定资产与总资产周转率保持稳定。

表11 2013-2014年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2014年	2013年
应收票据周转天数	0.50	0.56
应付票据周转天数	43.41	54.18
应收账款周转天数	35.65	21.04
存货周转天数	56.98	49.10
应付账款周转天数	21.74	14.25
净营业周期	70.89	55.89
流动资产周转天数	242.85	239.96
固定资产周转天数	143.03	144.82
总资产周转天数	449.39	457.77

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入与综合毛利率水平小幅提高，但期间费用率有所上升，对公司利润形成了一定侵蚀

跟踪期内，公司收入规模小幅增长，2014年实现营业收入30.82亿元，较2013年增长4.80%，其中床品和面料仍是公司收入的主要来源，2014年上述两种产品收入规模分别同比增长5.38%和30.76%，两者合计占公司营业收入的比重为81.04%。随着棉花自用规模的上升，2014年公司原棉收入同比下降75.34%。此外，2014年公司新增房地产业务收入，全部来源于和谐园项目，主要销售给公司内部员工，拓宽了公司收入来源，但规模有限。

一方面，公司整体产品价格有所下滑；另一方面，公司原材料采购成本有所下降，同时公司通过生产效率的提升以及自营规模的扩大提升盈利能力，整体来看，跟踪期内公司盈利能力保持稳定，2014年公司综合毛利率为14.60%，较2013年提高0.41个百分点。2014年公司期间费用率同比上升0.99个百分点，其中销售费用、管理费用和财务费用分别同比增长23.85%、29.50%和17.13%。目前，公司期间费用主要系财务费用，随着债务规模的增长，公司财务费用不断增加，2014年达到1.14亿元。上述费用存在一定刚性，预计仍将对公司盈利水平产生一定不利影响。

受期间费用率上升影响，2014年公司盈利水平有所下滑，全年公司实现营业利润2.05亿元，较2013年下降8.64%；实现利润总额2.12亿元，较2013年下降9.10%。

表12 2013-2014年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014年	2013年
营业收入	308,231.80	294,111.00
营业利润	20,511.49	22,450.92
利润总额	21,228.50	23,354.46
净利润	16,001.09	21,500.58
综合毛利率	14.60%	14.19%
期间费用率	7.15%	6.16%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金生成能力保持稳定，经营活动现金流有所改善

尽管公司净利润有所下滑，但非付现费用和非经营损益也有所增长，整体来看跟踪期内公司经营活动现金生成能力基本稳定，2014年FFO为4.03亿元，较2013年下降4.07%。2014年公司经营性应收项目大幅增长，对公司经营活动现金流产生了一定影响，但得益于存货规模的下降和经营性应付项目的增长，2014年公司经营活动现金流有所改善，全年实现现金净流入2.16亿元。

随着技改等项目的不断推进，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金规模较大，导致投资活动始终表现为现金净流出。目前，公司仍在推进技改等项目，预计未来投资活动仍将保持一定规模的现金流出。2014年公司外部融资主要来源于银行借款，全年取得借款所收到的现金为20.14亿元，但公司偿债规模较大，2014年偿还债务所支付的现金达到22.08亿元，分配股利、利润或偿付利息所支付的现金为1.38亿元，故当年度公司筹资活动现金净流出规模较大。整体来看，2014年公司现金及现金等价物有所减少。

表13 2013-2014年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
净利润	16,001.09	21,500.58
非付现费用	12,445.05	10,348.51
非经营损益	11,838.39	10,142.56
FFO	40,284.52	41,991.65
营运资本变化	-18,694.56	-45,898.49
其中：存货的减少（减：增加）	2,184.10	-10,999.71
经营性应收项目的减少（减：增加）	-48,875.40	21,260.22
经营性应付项目的增加（减：减少）	27,996.74	-56,158.99
经营活动产生的现金流量净额	21,589.97	-3,906.84
投资活动产生的现金流量净额	-11,965.40	-7,472.99

筹资活动产生的现金流量净额	-33,208.27	15,998.62
现金及现金等价物净增加额	-23,583.70	4,618.79

资料来源：公司审计报告，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

公司负债规模小幅增长，截至2014年末为22.83亿元，较2013年末增长3.75%，其中流动负债占负债总额的比重提高2.35个百分点至81.85%。跟踪期内公司所有者权益实现稳定增长，2014年同比增速为11.85%。截至2014年末，公司产权比率为134.58%，尽管有所下降，但所有者权益对负债的保障程度仍较弱。

表14 2013-2014年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
负债合计	228,264.71	220,024.59
其中：流动负债	186,824.29	174,925.10
非流动负债	41,440.42	45,099.49
所有者权益合计	169,611.20	151,635.72
产权比率	134.58%	145.10%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款构成。截至2014年末公司短期借款为10.50亿元，其中主要包括保证抵押借款4.22亿元、保证借款2.46亿元、保证质押借款1.75亿元、质押借款1.19亿元和信用借款0.80亿元。公司应付票据主要为银行承兑汇票。应付账款主要为原材料采购款，2014年公司延长国内原材料采购的付款时间，导致应付账款同比增长244.73%。其他应付款规模较小，2014年末较2013年末减少53.39%。

表15 2013-2014年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	105,015.16	46.01%	118,530.76	53.87%
应付票据	46,095.00	20.19%	17,380.00	7.90%
应付账款	24,639.20	10.79%	7,147.38	3.25%
其他应付款	5,466.91	2.39%	11,729.22	5.33%
流动负债合计	186,824.29	81.85%	174,925.10	79.50%
长期借款	4,258.94	1.87%	8,558.94	3.89%
应付债券	30,000.00	13.14%	30,000.00	13.63%
非流动负债合计	41,440.42	18.15%	45,099.49	20.50%
负债总额	228,264.71	100.00%	220,024.59	100.00%
其中：有息债务	189,669.10	83.09%	180,315.99	81.95%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。长期借款规模较小，截至2014年末为4,258.94万元，全部为抵押保证借款。应付债券为应付本期债券。跟踪期内，公司有息债务变化不大，截至2014年末为18.97亿元，较2013年末增长5.19%，占公司负债总额的比重为83.09%。公司有息债务主要为短期有息债务，截至2014年末，公司需要在一年内偿还的有息债务为15.54亿元，公司短期偿债压力较大。

公司资产负债率有所下降，截至2014年末为57.37%，水平仍较高；流动比率与速动比率小幅提升，水平仍较低。公司EBITDA保持稳定，有息债务与EBITDA的比例也变化不大，由于资本化利息的下降，EBITDA利息保障倍数有所提升。整体来看，2014年公司各项偿债能力指标小幅改善。

表16 2013-2014年公司偿债能力指标

指标名称	2014年	2013年
资产负债率	57.37%	59.20%
流动比率	1.17	1.13
速动比率	0.95	0.88
EBITDA（万元）	45,448.11	44,303.11
EBITDA 利息保障倍数	3.31	2.71
有息债务/EBITDA	4.17	4.07

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

山东滨州印染集团有限责任公司为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保的效力有所下降

本期债券由滨印集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，滨印集团保证的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

根据华纺股份有限公司（以下简称“华纺股份”）于2014年6月27日发布的公告《关于国有股无偿划转的提示性公告》，华纺股份于2014年6月24日收到滨印集团通知，根据滨州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“滨州市国资委”）转来的滨州市人民政府滨证字[2014]73号《关于华纺股份有限公司国有股权无偿划转的批复》，滨印集团拟将所持华纺股份87,651,441股（占公司总股本的20.75%）国有股份全部无偿划转至滨州市国有资产经营有限公司（以下简称“滨州国资”）。

根据华纺股份于2014年11月19日发布的公告《关于国有股权划转过户进展情况的提示性公告》，滨印集团、滨州国资已于2014年11月17日在中国证券登记结算公司上海分公司办理了64,681,000股无限售条件股份的无偿划转过户登记。因滨印集团所持华纺股份87,651,441股中的22,970,441股为其认购华纺股份非公开发行股份所得的限售流通股，限售期至2017年3月21日，暂不具备划转条件，故本次滨印集团先将其持有的无限售条件的华纺股份64,681,000股无偿划转给滨州国资，剩余有限售条件的华纺股份22,970,441股待限售期满后再次无偿划转给滨州国资。

上述股权划转前，滨印集团大部分业务均由华纺股份运营，截至2013年末，滨印集团总资产为19.65亿元，华纺股份总资产为17.06亿元；2013年度滨印集团实现营业收入23.43亿元，华纺股份实现营业收入22.22亿元；2013年度滨印集团利润总额为1,747.07万元，华纺股份利润总额为1,616.82万元。上述股权划转过户后，滨印集团持有华纺股份的股份数量为22,970,441股，占华纺股份总股本的比例为5.44%，不再是华纺股份的控股股东。截至2015年5月底，滨州市人民政府未对滨印集团进行股份或资产注入，滨印集团主要以化工助剂、包装材料生产与销售以及纺织品的进出口经营为主，兼营金融、文化产业。鹏元认为，上述股权划转后，滨印集团资产与收入规模均将有所下降，担保人整体实力下降较多，其为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保的效力有所下降。

七、或有事项

根据公司2014年审计报告，截至2014年末，公司对外担保金额合计为47,540.00万元，占2014年末公司净资产的比重为28.03%，存在一定的或有负债风险。

表17 截至2014年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业名称	担保金额
山东滨农科技有限公司	7,200.00
山东侨昌化学有限公司	8,840.00
山东滨州交运集团有限责任公司	7,000.00
山东华兴机械股份有限公司	3,000.00
华纺股份有限公司	13,500.00
滨州市龙源供水有限公司	3,000.00
滨州愉怡纺织科技有限公司	5,000.00
合计	47,540.00

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

八、评级结论

跟踪期内，公司生产情况稳定，主要产品产销量有所提升，收入和综合毛利率保持增长，公司现金生成能力稳定，经营活动现金流有所改善。

同时值得关注的是，滨印集团为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保的效力有所下降；公司赊销规模有所扩大，应收账款大幅增长，同时预付款项和其他应收款也增长较多，占用了公司营运资金；棉花价格的易波动以及人工成本的上升加大了公司成本控制压力，且公司客户集中度风险有所上升；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；公司期间费用有所增加，对公司利润形成一定侵蚀；此外，公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，下调本期债券信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
流动资产：			
货币资金	43,300.73	56,803.25	74,003.10
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	103.30	253.59	-
交易性金融资产	-	-	199.94
应收票据	224.00	639.21	279.00
应收账款	39,336.72	21,710.42	12,675.43
预付款项	23,607.56	14,006.46	10,049.86
其他应收款	71,130.11	60,335.60	70,377.97
存货	40,569.50	42,753.60	26,096.87
其他流动资产	505.15	575.35	1,316.70
流动资产合计	218,777.07	197,077.48	194,998.87
非流动资产：			
长期股权投资	4,743.38	3,272.13	4,724.13
投资性房地产	2,034.19	2,103.05	2,171.92
固定资产	127,229.47	117,687.06	118,946.09
在建工程	9,313.54	16,316.29	12,536.87
无形资产	34,088.49	34,111.84	36,562.25
递延所得税资产	1,689.78	1,092.45	823.79
其他非流动资产	-	-	5,551.82
非流动资产合计	179,098.84	174,582.83	181,316.88
资产总计	397,875.91	371,660.31	376,315.75
流动负债：			
短期借款	105,015.16	118,530.76	95,140.46
应付票据	46,095.00	17,380.00	58,595.00
应付账款	24,639.20	7,147.38	12,839.24
预收款项	4,436.99	3,401.09	3,051.32
应付职工薪酬	71.93	79.28	441.65
应交税费	-3,200.89	10,811.09	18,707.87
应付利息	-	-	64.64
其他应付款	5,466.91	11,729.22	7,301.56
一年内到期的非流动负债	4,300.00	5,846.29	2,552.51
流动负债合计	186,824.29	174,925.10	198,694.25
非流动负债：			
长期借款	4,258.94	8,558.94	10,905.23

应付债券	30,000.00	30,000.00	30,000.00
递延收益	3,487.62	2,475.58	-
递延所得税负债	3,693.85	4,064.97	4,449.90
其他非流动负债	-	-	2,384.23
非流动负债合计	41,440.42	45,099.49	47,739.36
负债合计	228,264.71	220,024.59	246,433.60
所有者权益：			
股本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	103.50	-	-
盈余公积	6,525.28	6,525.28	6,525.28
未分配利润	150,923.87	134,862.15	113,356.86
归属于母公司所有者权益合计	167,552.65	151,387.43	129,882.14
少数股东权益	2,058.55	248.29	-
所有者权益合计	169,611.20	151,635.72	129,882.14
负债和所有者权益总计	397,875.91	371,660.31	376,315.75

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	308,231.80	294,111.00	233,963.49
其中：营业收入	308,231.80	294,111.00	233,963.49
二、营业总成本	287,807.88	272,636.60	211,130.23
其中：营业成本	263,226.66	252,391.33	196,638.05
营业税金及附加	1,469.77	1,090.37	1,595.34
销售费用	4,225.24	3,411.67	3,253.19
管理费用	6,398.25	4,940.70	6,267.61
财务费用	11,422.24	9,751.41	2,409.80
资产减值损失	1,065.72	1,051.12	966.22
加：公允价值变动收益	-24.59	9.10	25.26
投资收益	112.16	967.43	213.87
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	112.16	-	-
三、营业利润	20,511.49	22,450.92	23,072.40
加：营业外收入	801.86	1,155.74	620.25
减：营业外支出	84.84	252.20	687.15
四、利润总额	21,228.50	23,354.46	23,005.49
减：所得税费用	5,227.42	1,853.88	6,416.76
五、净利润	16,001.09	21,500.58	16,588.73
归属于母公司所有者的净利润	16,061.72	21,505.28	16,588.73
少数股东损益	-60.64	-4.71	-

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	327,180.17	303,963.89	250,467.93
收到的税费返还	12,328.09	9,424.10	6,703.55
收到的其他与经营活动有关的现金	2,865.89	30,070.35	27.58
经营活动现金流入小计	342,374.16	343,458.34	257,199.05
购买商品、接受劳务支付的现金	236,921.51	286,175.72	207,540.01
支付给职工以及为职工支付的现金	24,410.37	18,424.05	13,913.50
支付的各项税费	35,815.78	11,282.35	6,931.78
支付的其他与经营活动有关的现金	23,636.54	31,483.05	21,638.28
经营活动现金流出小计	320,784.19	347,365.18	250,023.56
经营活动产生的现金流量净额	21,589.97	-3,906.84	7,175.49
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	2,125.70	-	120.75
取得投资收益所收到的现金	139.71	114.99	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金	12.51	0.97	-
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	165.35	-	-
投资活动现金流入小计	2,443.28	115.95	120.75
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	12,908.68	7,566.94	11,221.31
投资所支付的现金	1,500.00	-	3,540.00
支付的其他与投资活动有关的现金	-	22.00	-
投资活动现金流出小计	14,408.68	7,588.95	14,761.31
投资活动产生的现金流量净额	-11,965.40	-7,472.99	-14,640.56
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金	-	2.00	-
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	2.00	-
取得借款所收到的现金	201,399.67	179,621.80	168,274.82
发行债券收到的现金	-	-	30,000.00
筹资活动现金流入小计	201,399.67	179,623.80	198,274.82
偿还债务所支付的现金	220,761.56	151,909.27	166,743.47
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	13,846.38	11,715.91	7,321.08
筹资活动现金流出小计	234,607.94	163,625.18	174,064.55
筹资活动产生的现金流量净额	-33,208.27	15,998.62	24,210.28
四、现金及现金等价物净增加额	-23,583.70	4,618.79	16,745.21
加：期初现金及现金等价物余额	40,662.21	36,043.42	19,298.21

五、期末现金及现金等价物余额	17,078.51	40,662.21	36,043.42
----------------	-----------	-----------	-----------

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	16,001.09	21,500.58	16,588.73
加：资产减值准备	1,065.72	1,051.12	966.22
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	10,533.45	8,416.97	7,456.64
无形资产摊销	845.87	880.42	924.25
处置固定资产、无形资产	54.12	112.31	644.69
公允价值变动损失	24.59	-	-25.26
财务费用	12,840.28	11,651.26	7,321.08
投资损失	-112.16	-967.43	-213.87
递延所得税资产减少	-597.33	-268.66	-331.14
递延所得税负债增加	-371.12	-384.93	-434.34
存货的减少	2,184.10	-10,999.71	11,488.10
经营性应收项目的减少	-48,875.40	21,260.22	-18,393.98
经营性应付项目的增加	27,996.74	-56,158.99	-18,815.63
经营活动产生的现金流量净额	21,589.97	-3,906.84	7,175.49

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
产权比率	134.58%	145.10%	189.74%
资产负债率	57.37%	59.20%	65.49%
有息债务（万元）	189,669.10	180,315.99	197,193.20
流动比率	1.17	1.13	0.98
速动比率	0.95	0.88	0.85
综合毛利率	14.60%	14.19%	15.95%
期间费用率	7.15%	6.16%	5.10%
EBITDA（万元）	45,448.11	44,303.11	38,157.18
EBITDA 利息保障倍数	3.31	2.71	4.77
有息债务/EBITDA	4.17	4.07	5.17
非付现费用（万元）	12,445.05	10,348.51	9,347.11
非经营损益（万元）	11,838.39	10,142.56	6,961.16
FFO（万元）	40,284.52	41,991.65	32,897.00
营运资本变化（万元）	-18,694.56	-45,898.49	-25,721.51
应收票据周转天数	0.50	0.56	2.34
应付票据周转天数	43.41	54.18	109.20
应收账款周转天数	35.65	21.04	14.11
存货周转天数	56.98	49.10	60.45
应付账款周转天数	21.74	14.25	29.20
净营业周期	70.89	55.89	45.36
流动资产周转天数	242.85	239.96	271.39
固定资产周转天数	143.03	144.82	169.22
总资产周转天数	449.39	457.77	542.91

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数+应收票据周转天数-应付账款周转天数-应付票据周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务
	有息债务/EBITDA	有息债务/EBITDA

附录六 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。