



CREDIT RATING REPORT

报告名称

山东齐悦科技有限公司 主体与相关债项2019年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
发债主体
偿债环境
财富创造能力
偿债来源
偿债能力



跟踪评级公告

大公报 SD【2019】253 号

大公国际资信评估有限公司通过对山东齐悦科技有限公司及“17 齐科 01”的信用状况进行跟踪评级，确定山东齐悦科技有限公司的主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持稳定，“17 齐科 01”的信用等级维持 AA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司
二〇一九年六月二十二日





评定等级



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	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17齐科01	3.3	5(3+2)	AA	AA	2018.06

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2018	2017	2016
总资产	93.94	86.79	73.73
所有者权益	52.76	45.08	38.38
总有息债务	34.71	34.55	28.37
营业收入	100.35	93.45	71.11
净利润	7.67	6.84	5.37
经营性净现金流	9.72	8.87	4.82
毛利率	17.03	15.68	13.87
总资产报酬率	12.78	12.34	11.19
资产负债率	43.84	48.06	47.94
债务资本比率	39.68	43.39	42.50
EBITDA 利息保障 倍数(倍)	8.15	9.06	9.14
经营性净现金流/ 总负债	23.44	23.03	14.64

注: 公司提供了 2018 年财务报表, 亚太(集团)会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2018 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; 2017 年资产负债表和利润表数据采用 2018 年追溯调整后的数据。

评级小组负责人: 肖尧

评级小组成员: 栗婧岩 徐梦琪

电话: 010-51087768

传真: 010-84583355

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

山东齐悦科技有限公司(以下简称“齐悦科技”或“公司”)主要从事家纺成品、印染布、棉纱及坯布等相关业务。跟踪期内公司产业链完整,主要产品产量继续增长,印染业务始终居行业领先水平,市场知名度仍不断提高;但公司外销业务继续面临汇率波动风险,受限货币资金依然较多,且仍面临较大的短期偿债压力。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 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仍具有竞争优势;
- 公司已形成原棉、纺纱、织布、印染、缝制、终端销售较为完整的产业链,各业务之间协调发展,有利于提升公司整体竞争实力;
- 2018 年,公司主要产品产量继续增长,产能利用率仍保持较高水平;
- 公司印染业务始终居行业领先水平,蜡布产品工艺技术优势突出,同时着力打造“愉悦”品牌,市场知名度和竞争力仍不断提高。

主要风险/挑战:

- 我国纺织行业企业数量较多,且以中小民营企业为主,资金及技术壁垒低,行业竞争依然很激烈;
- 公司部分产品主要销往海外,始终面临汇率波动风险;
- 公司受限资产中受限货币资金仍较多,一定程度上减弱了公司的资产流动性;
- 2018 年末,公司总有息债务规模继续增长,始终以短期有息债务为主,短期偿债压力仍较大。



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、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级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、准确性、完整性和及时性不作任何明示、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。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，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。

八、本评级报告所依据的评级方法《大公纺织服装企业信用评级方法》，该方法已在大公官网公开披露。



跟踪评级说明

根据大公承做的齐悦科技存续债券信用评级的跟踪评级安排,大公对受评对象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,并结合其外部环境变化等因素,得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示:

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况 (单位: 亿元)

债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
17 齐科 01	3.30	3.30	2017.08.24~ 2022.08.24	补充流动资金	3.3 亿元用于购买坯布、印染布、原棉、棉纱等原材料 ¹

数据来源: 根据公司提供资料整理

发债主体

齐悦科技前身为滨州普友电子科技有限公司(以下简称“普友电子”),成立于 2010 年 10 月 19 日,注册资本为 300 万元,北京普友科技有限公司(以下简称“北京普友”)持有普友电子 100.00%的股权。2011 年 9 月,北京普友和滨州高新技术创业投资有限公司(以下简称“滨州高新”)分别对公司增资 700 万元和 2,000 万元,增资后对公司的持股比例分别为 33.33%和 66.67%。2012 年 11 月,北京普友将持有公司的全部股权转让给滨州愉怡纺织科技有限公司²(以下简称“愉怡纺织”),愉怡纺织和滨州高新对公司的持股比例分别为 33.33%和 66.67%。2016 年 3 月 14 日,滨州高新区愉悦投资管理中心(有限合伙)³(以下简称“愉悦投资”)和滨州高新区愉怡投资管理中心(有限合伙)(以下简称“愉怡投资”)⁴收购公司 100.00%股权,分别持有 66.67%和 33.33%的股权。2016 年 6 月 6 日,愉悦投资和愉怡投资按照各自的持股比例对公司分别增资 11,333 万元和 5,667 万元,公司注册资本增至 20,000 万元,同时公司更名为现名。

截至 2018 年末,公司注册资本为 20,000 万元,愉悦投资和愉怡投资持有公司股权比例分别为 66.67%和 33.33%,刘曰兴持有愉悦投资 40%的股权比例,从

¹ 齐悦科技于 2018 年 4 月 2 日发布《募集资金使用问题及整改的公告》,同时大公于 2018 年 4 月 8 日发布了关于齐悦科技募集资金使用问题及整改的关注公告。

² 2013 年 2 月之前愉怡纺织为愉悦家纺有限公司全资子公司,后被转让。

³ 2016 年 3 月 2 日,由原愉悦家纺有限公司工会持股会人员中刘曰兴、蔡建峰、张国清、王玉平、甘丽英设立。

⁴ 2016 年 3 月 2 日,由原愉悦家纺有限公司工会持股会人员中乔传亮、庞秀杰、冯玉和、张浩、张国防设立。



而间接持有公司 26.67%的股权，此外刘曰兴为愉悦投资的普通合伙人，是公司的实际控制人。截至 2018 年末，共有 20 家子公司纳入公司合并范围，包括愉怡纺织、实际控制人旗下的愉悦家纺有限公司（以下简称“愉悦家纺”）等，其中公司新设乌克兰亚麻生产基地 Limited Liability Company《Yuetex》，注册地乌克兰，愉悦家纺投资 2,001 万美元，持股比例 74.00%。

公司建立了较为规范的法人治理结构。公司成立了股东会；不设董事会，设执行董事一名，执行董事由股东会选举产生；不设监事会，设执行监事一名，执行监事由股东会选举产生。按照公司章程规定，股东会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划；执行董事执行公司的经营方针以及投资计划，重大人事任免，制定公司基本管理制度以及修改章程等。在人事控制、业务授权和财务管理政策等方面建立了有效的制约机制，公司决策机构、经营机构、监督机构相互分离、相互制约，企业内部财务控制已经建立财务决策机制、业务权限设置、业绩考核与评价、责任划分、责任追究等制度。

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 2019 年 6 月 11 日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司本部在债券市场发行的债务融资工具到期的均已按时兑付，存续的“17 齐科 01”正常付息。

偿债环境

我国纺织行业竞争激烈且中美贸易战仍对我国纺织行业出口带来不稳定性；山东省内大型纺织企业在细分市场上仍具有竞争优势。

（一）宏观政策环境

我国国民经济运行增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂严峻，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

2018 年，我国经济增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好。我国实现国内生产总值 90.03 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，增速同比下降 0.3 个百分点。我国工业增加值首次突破 30 万亿元，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速同比下降 0.4 个百分点；固定资产投资同比增长 63.56 万亿元，同比增长 5.9%，增速同比下降 1.3 个百分点，其中房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.5%，增速同比下降 2.5 个百分点。全社会消费品零售总额同比名义增长 9.0%，增速同比降低 1.2 个百分点，国内消费需求放缓；以人民币计价外贸进出口总值同比增长 9.7%，其中，对美国进出口增长 5.7%，与“一带一路”沿线国家进出口增长 13.3%，高出全国整体增速 3.6 个百分点，已成为我国外贸发展的新动力。全国一般公共预算收入同比增长 6.2%，增速同比下降 1.2 个百分点；政府性基金收入同比增长 22.6%，增速同比



下降 12.2 个百分点，其中，土地使用权出让收入同比增长 25.0%，增速同比减少 20.2 个百分点，增速大幅放缓。

面对经济下行压力，中央和地方政府综合运用货币政策、产业政策、结构性政策、区域政策等配套措施，以确保经济运行在合理区间。实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求，并实施更大规模的减税降费措施以改善企业经营效力。积极的财政政策加力提效，较大幅度增加地方政府专项债券规模，提高专项债券使用效率，有效防范政府债务风险，更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用；货币政策松紧适度，保持合理的市场流动性，提升服务实体经济的能力，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。产业政策方面，提升制造业发展水平，推动其与现代服务业的融合发展，增强制造业技术创新能力，推动产能过剩行业加快出清，降低全社会各类营商成本，加大基础设施投资力度，完善公共服务体系建设。结构性政策方面，坚持以供给侧结构性改革为主线，强化体制机制建设，转变政府职能，深化国资国企、市场准入、财税体制、金融体制等领域改革。区域发展政策方面，统筹西部大开发、中部地区崛起、东北全面振兴、东部率先发展的协调发展战略，促进京津冀、粤港澳大湾区、长三角等地区新的主导产业发展，推进“一带一路”建设，带动贸易发展。预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂多变，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

（二）行业环境

我国纺织业拥有全球最大的产能规模和加工能力，产能主要集中于东南沿海省份；行业内企业数量较多，且以中小民营企业为主，资金及技术壁垒较低、行业竞争激烈。

我国纺织业拥有全球最大的产能规模基础和加工能力，并具备较为完整的纺织服装工业体系，从纺织原料生产开始，到纺纱、织造、印染，再到服装及其他纺织品加工，形成上下游衔接和配套生产。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南沿海区域，以江苏、浙江、山东、广东、福建为主，其中江浙地区的集聚度最高。江浙以纺织原料、家纺、羊毛衫和鞋类等为主；广东是休闲服、鞋、面料、女装和内衣聚集地；福建为运动品和男装产业聚集地；山东为棉纺织和家纺等。近年来随着中西部经济发展，纺织产业开始向中西部地区转移，不过产业集中于上述五省份的特征仍较为突出。

纺织行业是典型的劳动密集型产业，由于生产过程中资本支出相对较少，导致行业整体进入门槛较低；行业集中度的提升越发明显，市场份额正向优秀企业集中，订单等逐步向行业内优秀企业诸如山东魏桥创业集团有限公司（棉纺产业）、华芳集团棉纺有限公司、天虹纺织集团有限公司、鲁泰纺织股份有限公司、



河南新野纺织股份有限公司、济宁如意投资有限公司、安徽华贸集团有限公司等靠拢。我国纺织行业企业数量较多，根据中国棉纺织行业协会统计，2018 年末，我国纺织和服装生产企业数量为 1.91 万家和 1.48 万家，较去年同期减少 5.28% 和 6.31%。行业内大部分为中小民营企业，相关企业因技术创新不足导致产品差异化程度低，行业竞争十分激烈。

2018 年以来，在全球经济增长放缓、市场需求回暖的形势下，我国纺织行业深入推进转型升级和供给侧结构改革，行业整体呈现缓中趋稳态势，但仍属于转型调整期；贸易摩擦推升了美国棉花进口关税，同时出口美国的纺织品关税上调导致国内纺织业出口商品价格竞争力下降。

纺织业需求主要来自内需和出口两部分。从内需来看，受行业转型升级的推进和供给侧结构改革的深入等因素影响，我国纺织服装商品内需增速呈现稳中趋缓态势。截至 2018 年末，全国限额以上服装鞋帽、针、纺织品类批发和零售额 1.37 万亿元，同比增长 8.01%，增速同比增长 0.21 个百分点。我国纺织服装主要出口国是欧盟、美国和日本，2018 年以来世界经济增长放缓，国际市场需求回暖趋势支撑我国纺织品服装出口，2018 年，我国纺织品及服装出口金额为 2,767.30 亿美元，同比增长 3.52%，增速同比增长 1.92 个百分点。在国内消费需求回暖、纺织品及服装出口额正增长的背景下，2018 年末，我国纺织业规模以上企业实现主营业务收入 27,242.3 亿元，同比下降 0.5%，实现利润总额 1,265.3 亿元，同比增长 5.3%；纺织服装、服饰业规模以上企业实现主营业务收入 17,106.6 亿元，同比增长 4.1%，实现利润总额 1,006.8 亿元，同比增长 10.8%。

纺织业主要原料是棉花，原料棉价格是影响纺织业盈利能力的重要因素。中国是棉花产量和消费量最大的国家，棉花产量与实际消费量存在较大的供需缺口。2018 年，全国棉花播种面积 3,352.3 千公顷，同比增长 4.9%；全国棉花总产量 609.6 万吨，同比增长 7.8%。

为保护棉农利益以及平抑棉价的大幅波动，2011 年，国家发布临时收储政策，受此影响国内棉价比国际棉价每吨高出 4,000~5,000 元左右，即出现国内外棉价“倒挂”的现象。2014 年 1 月，中共中央、国务院印发了《关于全面深化改革加快推进农业现代化的若干意见》，指出在 2014 年启动新疆棉花目标价格补贴试点，确定 2014 年新疆棉花目标价格水平为 19,800 元/吨，标志着棉花临时收储制度退出。2015 年 4 月 7 日，国家发展改革委公布 2015 年新疆棉花目标价格水平为 19,100 元/吨，比 2014 年每吨降低 700 元；2017 年 3 月 17 日，国家发展改革委、财政部发布《关于深化棉花目标价格改革的通知》，通知提出经国务院同意，2017 年起在新疆深化棉花目标价格改革，棉花目标价格水平三年一定，按上述机制，确定 2017~2019 年新疆棉花目标价格水平为 18,600



元/吨。2018 年以来，棉花价格整体保持稳定。

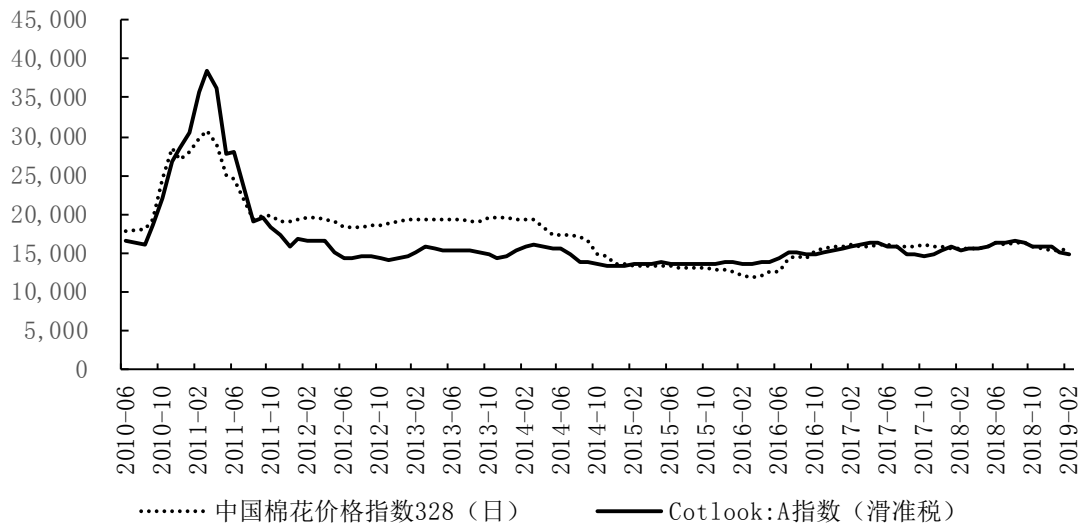


图 1 2010 年 6 月以来国际和国内棉花价格走势情况（单位：元/吨）

数据来源：Wind

2018 年以来，中美贸易摩擦对我国纺织服装商品出口产生不确定性。2018 年 3 月 23 日，美国总统特朗普在白宫正式签署对华贸易备忘录，对从中国进口的 600 亿美元商品加征关税，并限制中国企业对美投资并购；4 月 4 日，中国发布对美国的关税反制措施，对原产于美国 106 项商品加征关税，中美贸易战涉及行业包括纺织服装，鞋帽，机械电子等，而我国是世界上最大的纺织品服装出口国，同时，纺织品服装出口也是我国贸易出口的重要组成，纺织品服装出口在我国对外贸易总额中的占比维持在 13%左右的水平，其中中国纺织品服装第一大出口市场是美国。2018 年，全国纺织服装出口对欧盟、美国和日本三大传统市场出口均保持增长，增幅分别为 1.5%、8.0%和 2.7%。从出口结构来看，以服装出口为主，2018 年占比为 56.96%，纺织品出口为辅，占比为 43.04%。同时，中国和美国在纺织品服装贸易上有巨大贸易顺差。2018 年，中国纺织品服装累计贸易额 3,028.7 亿美元，其中出口 2,767.31 亿美元，同比增长 3.52%，进口 261.4 亿美元，累计贸易顺差 2,505.9 亿美元。2019 年 2 月 25 日，中美双方进行了七轮经贸高级别磋商，美国总统特朗普表示将延后原定于 3 月 1 日对中国产品加征关税的措施。2019 年 5 月 14 日，美国贸易代表办公室发布公告，宣布计划于 2019 年 6 月 17 日举行公开听证会，就约 3,000 亿美元中国商品加征 25%关税征求意见，公告附件还公布了一份涵盖 3,805 种产品的征税清单。此次关税上调议案中商品清单与 2019 年 5 月 10 日实施的 2,000 亿美元产品加征关税清单形成了互补，涵盖包括家纺产品在内的剩余所有商品类目。短期内，美国加征的关税部分会以产品终端售价上涨的方式转嫁给美国消费者，部分由公司、美国客户共同承担。



长期来看,若加征关税长期实施,出口纺织企业出口美国的产品数量预计将下降,利润空间预计将会受到压缩。目前我国的纺织产业在美投资涉及纺纱、家纺、化纤等领域,在当前政治环境下,美国对中国未来投资的审批将更加严苛,对中国资本的友好度将下降,将带动一部分投资更多转向东南亚国家,订单外移将对我国纺织服装业出口形成不利影响。

总体来看,我国纺织行业市场需求开始复苏,行业整体呈现缓中趋稳态势;同时,贸易摩擦推升了美国棉花进口关税,同时出口美国的纺织品关税上调导致国内纺织业出口商品价格竞争力下降。

(三) 区域环境

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仍具有竞争优势,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。2018年,山东省实现地区生产总值7.65万亿元,位居全国31省区第三名,累计增长速度6.4%。分产业看,第一产业增加值4,950.5亿元,增长2.6%;第二产业增加值33,641.7亿元,增长5.1%;第三产业增加值37,877.4亿元,增长8.3%。2019年一季度实现生产总值2.02万亿元,同比增长5.5%。分产业看,第一产业增加值607.8亿元,增长2.6%;第二产业增加值8,688.0亿元,增长2.7%;第三产业增加值10,881.6亿元,增长8.2%。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。山东省实施山东半岛蓝色经济区、黄河三角洲高效生态经济区、胶东半岛高端产业聚集区、省会城市群经济圈、鲁南经济带等重点区域发展战略,为省内制造业创造了良好的发展机遇。

山东省是我国黄河流域的产棉省份之一,2018年山东棉花总产量21.7万吨,占全国总量的3.56%,由于棉花收益较低,棉农种植意愿下降,山东省棉花产量有所降低。基于棉花生产优势,山东省在纺织工业方面形成产业集群,具备化纤、棉(毛)纺织、色织、印染、服装及纺织机械等门类齐全的完整工业体系。虽然省内同类企业数量较多,但是由于纺织行业细分子行业和产品种类繁多,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。但相对于不足100万吨的自产量,山东省年均用棉量为450万吨,用棉供需缺口始终是省内纺织企业需要面对的主要问题。



财富创造能力

公司已形成原棉、纺纱、织布、印染、缝制、终端销售等较为完整的产业链，其中家纺成品、坯布和印染布业务仍然是公司收入和利润的主要来源；2018 年，公司营业收入和毛利率均继续增长。

公司已形成原棉、纺纱、织布、印染、缝制、终端销售等较为完整的产业链，其中家纺成品、坯布和印染布业务仍然是公司收入和利润的主要来源，棉纱和原棉等业务对公司收入和利润形成重要补充，染化料、辅料、软件及电力业务归入其他业务。

2018 年以来，公司主营业务稳定发展，营业收入和毛利润分别为 100.35 亿元和 17.09 亿元，同比均继续增长；毛利率为 17.03%，同比增加 1.35 个百分点。

表 2 2016~2018 年公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

类别	2018 年		2017 年 ⁵		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	100.35	100.00	93.45	100.00	71.11	100.00
家纺成品	32.47	32.35	29.97	32.07	21.34	30.01
坯布	28.37	28.27	29.80	31.89	24.02	33.79
印染布	24.92	24.83	14.78	15.82	13.18	18.54
棉纱	9.36	9.32	6.68	7.15	5.11	5.47
原棉	0.50	0.50	0.21	0.22	2.61	2.79
其他	4.73	4.72	12.01	12.85	4.85	6.80
毛利润	17.09	100.00	14.65	100.00	9.86	100.00
家纺成品	6.10	35.68	5.49	37.44	3.37	34.13
坯布	4.04	23.66	4.05	27.66	2.85	28.90
印染布	4.28	25.03	2.50	17.07	1.74	17.60
棉纱	0.98	5.76	0.70	4.77	0.50	5.12
原棉	0.08	0.47	0.03	0.22	0.21	2.16
其他	1.61	9.40	1.88	12.85	1.19	12.09
毛利率	17.03		15.68		13.87	
家纺成品	18.78		18.31		15.77	
坯布	14.25		13.59		11.86	
印染布	17.16		16.92		13.16	
棉纱	10.52		10.44		9.88	
原棉	15.91		14.84		8.17	
其他	33.94		15.69		24.54	

数据来源：根据公司提供资料整理

分板块来看，2018 年，公司家纺成品收入和毛利润均继续上涨，主要是家

⁵ 由于会计政策变更，研发费用需单独列支，公司大部分研发费用计入营业成本，因此 2017 年和 2018 年的研发费用从成本中调减。



纺成品产能进一步扩大，销售渠道不断拓宽使得产销量大幅增加；坯布收入和毛利润分别为 28.37 亿元和 4.04 亿元，同比变化不大；印染布收入和毛利润分别为 24.92 亿元和 4.28 亿元，同比分别增长 68.61%和 71.20%，主要是 2017 年子公司愉怡纺织新增印染布产能，误将印染布收入归到辅料中，导致其他业务收入大幅增加，印染布收入本期波动较大；棉纱板块收入和毛利润分别为 9.36 亿元和 0.98 亿元，同比分别增长 40.12%和 40.00%，主要是公司提高产品中以麻、天丝、真丝等高档纤维为主导的纱线占比，高附加值产品产销量增加带动收入及毛利润进一步提升；原棉收入主要为公司加工原棉产生的销售收入，2018 年，公司原棉板块收入和毛利润分别为 0.50 亿元和 0.08 亿元，同比均略有增长，但占比仍较少，主要是 2017 年以来原棉的采购方式由季节采购储存转变为以订单品种结构采购，对外调节品种减少使得原棉收入整体减少。

从毛利率水平来看，2018 年，公司毛利率为 17.03%，同比提升 1.35 个百分点，其中家纺成品、坯布、印染布、棉纱和原棉等主要业务板块毛利率均较为稳定；其他业务毛利率为 33.94%，同比提升 18.25 个百分点，主要是 2017 年集中处理部分毛利率较低的库存产品和下脚料等辅料，拉低了其他业务毛利率。

总的来看，家纺成品、坯布和印染布业务仍然是公司收入和利润的主要来源；2018 年，公司主营业务稳定发展，营业收入和毛利率均继续增长。

2018 年，公司棉花采购量和采购价格均继续增长；公司电力和蒸汽已实现自给，依然具有明显的成本优势。

公司形成原棉、纺纱、织布、印染、缝制、终端销售完整的产业链，主要原材料包括原棉、棉纱、坯布等。

表 3 2016~2018 年公司棉花采购情况（单位：万吨、万元/吨）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
采购量	6.48	6.45	6.38
国外采购量	2.83	2.97	2.92
国内采购量	3.65	3.48	3.46
平均采购价格	1.57	1.39	1.23

数据来源：根据公司提供资料整理

棉花采购成本在纺织企业成本权重中占 60%~80%。2018 年，公司棉花进口配额为 0.73 万吨；同时公司在青岛保税区设立生产线，保税区内的棉纺厂使用进口棉花不受配额限制。2018 年，公司棉花采购量和采购价格均继续增长，其中，国内棉花采购量占比为 56.33%，有所提升；由于 2018 年棉花进口配额同比减少 0.13 万吨，国外棉花采购量同比略有下降。

**表 4 2016~2018 年公司棉纱采购情况⁶ (单位: 万吨、万元/吨)**

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
领用自产	3.58	2.44	3.59	2.37	3.61	2.07
直接外购	3.45	2.41	3.28	2.32	2.84	2.36
合计	7.03	2.43	6.87	2.35	6.45	2.20

数据来源: 根据公司提供资料整理

公司使用的棉纱主要来自直接外购和领用自产两种渠道,随着公司高端产品占比的提升,公司生产的棉纱原料以高端用途为主,其他原料进行直接外购。2018 年,公司棉纱使用量继续增加,主要是因为公司坯布产量增加从而棉纱需求量大幅增加,其中由于公司棉纱生产品种有限导致棉纱外购量持续增长。

公司使用的坯布主要来自直接外购、委托加工和领用自产等渠道,受面料品种不同影响,公司采购均价有一定差异。2018 年,公司坯布使用量继续增加,主要是因为印染布产量大幅增加导致坯布需求量增加。直接外购方面,公司与当地企业进行联合招标,主要集中于山东省及周边地区,主要采用预付账款的形式,结算方式以银行承兑汇票及电汇结算为主。此外,委托加工指公司坯布产能有限的情况下,将棉纱销售给坯布生产商,再购回坯布进行加工生产,因此委托加工均价为加工费;零单价模式是指公司把其他企业提供的坯布加工成印染布并收取加工费用。

表 5 2016~2018 年公司坯布采购情况⁷ (单位: 万米、元/米)

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
直接外购	17,864	11.73	16,896	11.52	16,631	11.08
委托加工	8,742	4.22	6,054	4.15	6,048	4.10
领用自产	5,451	9.18	4,399	8.19	4,370	7.06
零单价	3,824	-	3,668	-	3,647	-
合计	35,881	8.26	31,017	8.25	30,696	7.82

数据来源: 根据公司提供资料整理

截至 2018 年末,公司具有 2.4 万千瓦的装机容量,纺织业务所需电力和蒸汽已实现自给。2018 年,公司发电成本 0.46 元/千瓦时,同比略有下降,相较于当地的电力供应价格(0.75~1.00 元/千瓦时),仍具有明显的成本优势。同时,公司对热电厂装备进行不断技术更新,发电效率持续提升,其中由于热电联产,2018 年产汽量增加使得发电量也大幅提升。此外,公司自用之外的电、汽对外出售,其中外售电量主要卖给国家电网,公司蒸汽对外销售价格约为 210

⁶ 领用自产为内部核算价格。⁷ 领用自产为内部核算价格;零单价为其他企业提供坯布,公司加工成印染布收取加工费用。



元/吨。

表 6 2016~2018 年公司电、汽等能源情况

项目	2018 年	2017 年	2016 年
公司发电量（万千瓦时）	18,576	16,002	12,507
其中：自用电量（万千瓦时）	15,794	15,279	12,139
公司发电成本（元/千瓦时）	0.46	0.50	0.34
公司产汽量（万吨）	208.95	193.00	110.92
其中：自用汽量（万吨）	62.96	55.00	41.22

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，公司主要产品产量继续增长，产能利用率仍保持较高水平，印染业务始终居行业领先水平，蜡布产品工艺技术优势突出；公司注重环境保护，采用新技术提升环境排放控制能力。

公司主要生产家纺成品、坯布、印染布和棉纱四类产品。2018 年，公司对家纺和印染设备进行升级改造，购进自动化、智能化设备以替代原有使用效率低的设备，家纺成品和印染布的产能均有所增加。截至 2018 年末，公司拥有家纺成品 6,000 万件/年、坯布 25,000 万米/年、印染布 37,000 万米/年、棉纱 60,000 吨/年的生产能力。

表 7 2016~2018 年公司主要产品生产情况

项目		2018 年	2017 年	2016 年
家纺成品	产能（万件/年）	6,000	5,500	5,500
	产量（万件）	5,639	5,352	5,296
	产能利用率（%）	93.98	97.31	96.29
坯布	产能（万米/年）	25,000	25,000	25,000
	产量（万米）	24,413	24,326	24,263
	产能利用率（%）	97.65	97.30	97.05
印染布	产能（万米/年）	37,000	35,000	31,000
	产量（万米）	35,492	31,932	29,857
	产能利用率（%）	95.92	91.23	96.31
棉纱	产能（吨/年）	60,000	60,000	60,000
	产量（吨）	57,614	57,097	57,163
	产能利用率（%）	96.02	95.16	95.27

数据来源：根据公司提供资料整理

为满足公司亚麻原料供应，公司子公司愉悦家纺 2017 年 7 月开始投资乌克兰亚麻生产基地，乌克兰亚麻生产基地一期预计投资 2,704 万美元，其中中方愉悦家纺投资 2,001 万美元，占比 74%；法人 Lee Jean Yves 投资 703 万美元，占比 26%。截至 2018 年末，愉悦家纺已投资乌克兰亚麻生产基地 1,024.39 万元。乌克兰亚麻生产基地的在建项目主要是亚麻、玉米的种植以及亚麻纤维的初加



工。目前项目正在乌克兰当地租赁种植用地 500 亩，用于亚麻的育种，并引入法国、比利时、白俄罗斯等国家十余种亚麻种进行试验，找寻适合乌克兰当地生长的高效亚麻种；同时，建设亚麻初加工厂的工业用地已经获批，正在进行整体项目的总体规划和设计。预计 2019 年实现种植 1,000 公顷亚麻和玉米等粮食农作物的轮流种植，并带动周边农户进行种植，与农户签订委托种植和收购协议，降低投资风险，实现大规模种植效益。项目建成后，年加工长麻打成麻生产能力约 2,340 吨，短麻打成麻生产能力约 1,440 吨，年产玉米 3.20 万吨。

2018 年，公司家纺成品、坯布、印染布和棉纱的产量均继续增长，产能利用率仍保持在较高水平。公司印染业务始终是传统优势业务，印染产品主要分为蜡布、宽幅印花布和普通染色布，在生产工艺、技术研发和环保等方面具有较强的优势。生产工艺方面，截至 2018 年末，公司拥有 1,800mm 圆网印花生产线 14 条、特宽幅平网印花生产线 8 条、特宽幅数码印花线 5 条、染色生产线 5 条，同时拥有采用国际先进的蓝光、喷墨、喷蜡等数码制网控制技术。此外，公司蜡布产品主要针对非洲市场，秉承“精蜡产品”的理念，已形成高档真蜡防染印花、超级仿蜡印花、金银粉印花、胶浆印花等多个系列产品，自主开发的“冰丝蜡纹真蜡防染印花布”上的“冰丝蜡纹”可在织物上浸染出精细如丝的蜡纹，直接进行碱洗和染蜡纹，打破了“冰丝蜡纹”国外垄断的局面。

表 8 2016~2018 年公司各类印染布年产能情况（单位：万米）

类别	2018 年	2017 年	2016 年
蜡布	10,000	8,000	8,000
宽幅印花布	13,000	13,000	13,000
染色布	14,000	14,000	10,000
合计	37,000	35,000	31,000

数据来源：根据公司提供资料整理

技术研发方面，公司拥有专业研发设计人员 946 人，此外，公司以上海为中心，同时在法国、瑞典、美国、荷兰、韩国、尼日利亚等国家和地区建立了设计中心，与国内十余所高校共同成立了产品设计开发工作室；同时建有黄河三角洲纺织科技研究院、智能装备研制中心、工业设计中心三大研发设计机构。截至 2018 年末，公司共获得授权专利 123 项，其中发明专利授权 54 项、实用新型 69 项。

环境保护方面，公司依据系统理论，将新鲜水、中间水和印染废水利用作为一个有机整体，从源头控制、末端治理、中水回用三个方面形成“资源—产品—再生资源”新生产模式。公司针对特宽幅棉纺织印染能耗和排放具有关键影响的环节，从工艺、装备、原料和节能等方面进行研发，从而达到环保的效果。



公司部分产品主要销往海外，仍面临汇率波动风险；此外公司着力打造“愉悦”品牌，市场知名度和竞争力仍不断提高。

公司立足特宽幅印染整理核心业务，向产业链上游和下游不断延伸，现已基本形成原棉、纺纱、织布、印染、缝制、终端销售较为完整的产业链，逐渐实现产业升级。

2018 年，公司家纺成品、印染布和棉纱的销量和销售价格均继续增长，坯布销量同比下降 5.49%，主要是领用自产量增加所致。公司坯布产品全部销往国内；家纺成品和印染布主要以外销为主，外销区域主要分布在欧洲、美洲和非洲，其中在非洲市场，公司主打蜡染印花产品，全部为自有品牌，主要用于当地生产民族服装；在欧洲市场，公司合作知名客户包括宜家、迪卡侬等，其中公司是宜家纺织产品在中国的最大供应商之一；在美洲市场，公司下游合作的知名客户包括沃尔玛和斯普林等，以贴牌加工的形式进行合作。公司有一定规模的外销产品，且外销产品结算方式以电汇为主，受汇率波动影响较大。2018 年，公司汇兑损失为 0.04 亿元，公司仍存在一定汇率波动风险。

表 9 2016~2018 年公司主要产品销售情况

项目		2018 年	2017 年	2016 年
家纺成品	销量（万件）	5,596	5,416	5,272
	其中：国外	4,017	3,832	3,718
	国内	1,579	1,584	1,554
	平均售价（元/件）	58.02	55.34	40.47
坯布	销量（万米）	18,834	19,927	19,893
	平均售价（元/米）	15.06	14.96	12.08
印染布	销量（万米）	18,262	13,650	13,521
	其中：国外	13,543	10,196	10,118
	国内	4,719	3,454	3,403
	平均售价（元/米）	13.64	10.83	9.75
棉纱	销量（吨）	21,851	21,178	21,027
	其中：国外	1,292	1,249	1,246
	国内	20,559	19,929	19,781
	平均售价（万元/吨）	4.28	3.16	2.43

数据来源：根据公司提供资料整理

公司下游客户渠道较为稳定，与主要客户建立了长期稳定的合作关系，2018 年，公司下游前五大客户金额占比 31.67%。终端销售方面，近年来着力打造“愉悦”家纺品牌，涵盖各类家纺制品，市场知名度不断提高，仍具有一定竞争力。根据中国纺织工业联合会信息统计部发布的信息，公司自 2006 年开始连年入选“中国纺织服装竞争力 500 强”、“纺织行业进出口百强”。

**表 10 2018 年公司下游前五大客户（单位：万元、%）**

客户	金额	占比
IKEA Supply AG	130,892	13.04
圣美伦集团有限公司	70,086	6.98
威海海思纺织品销售有限公司	41,021	4.09
SUCCESS UP DEVELOPMENT LIMITED	38,464	3.83
山东省惠民县长明织业有限责任公司	37,313	3.72
合计	317,776	31.67

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债来源

2018 年以来，公司经营性现金流继续增长，对债务和利息的保障能力仍较强；债务融资渠道较为通畅，以银行借款为主；可变现资产主要包括固定资产、货币资金和存货，其中受限货币资金规模仍较大，一定程度上减弱了公司的资产流动性。

（一）盈利

受益于主业的持续发展，营业收入和毛利率均继续增长，公司整体盈利能力仍较好；2018 年以来，公司期间费用率同比略有增长。

受益于主业的持续发展，2018 年，公司营业收入 100.35 亿元，同比增长 7.38%；毛利率 17.03%，同比增加 1.35 个百分点。

随着经营规模的扩大，公司期间费用⁸继续增长。2018 年，公司期间费用 6.30 亿元，同比增长 24.28%，其中销售费用同比增长 18.44%，主要由于销售规模扩大导致相关人工工资和广告宣传费用增加所致；管理费用同比增长 19.71%，主要是管理人工工资增加所致；财务费用同比增长 8.53%，财务费用的增加主要来自于利息支出的增加；研发费用同比增长 46.78%，主要由于公司研发新产品、新技术和工艺产生的研发费用增加。2018 年，公司期间费用率为 6.28%，同比略有增长，但整体仍保持在较低水平，期间费用控制能力较好。

2018 年，公司资产减值损失同比由-44.66 万元转为 826.29 万元，主要是 2017 年收回坏账，本期应收账款和其他应收款计提坏账所致；投资收益为-38.43 万元，同比由投资收益转为投资损失，主要是按权益法核算的长期股权投资损失；资产处置收益为-0.10 亿元，同比由 0.17 亿元固定资产处置收益转为资产处置损失；营业外收入为 0.22 亿元，同比增加 0.05 亿元，主要为政府补助和违约赔偿收入。同期，公司利润总额和净利润分别为 10.23 亿元和 7.67 亿元，同比分别增长 9.86%和 12.18%，总资产报酬率和净资产收益率分别为 12.78%和 14.55%，同比变化不大，整体盈利能力仍较好。

⁸ 期间费用包含销售费用、管理费用、财务费用及研发费用。

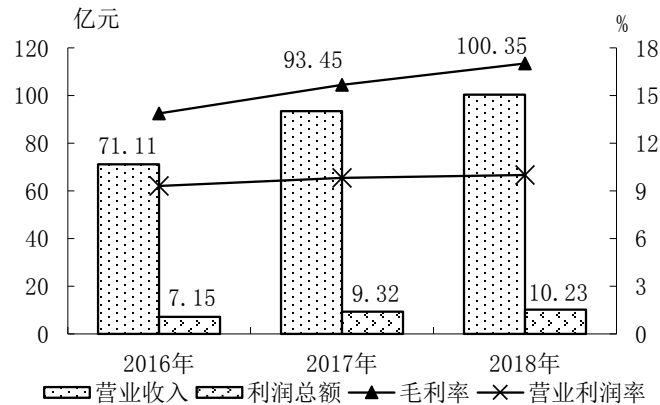


图 2 2016~2018 年收入和盈利概况

数据来源：根据公司提供资料整理

(二) 自由现金流

2018 年以来，公司经营性净现金流继续增长，对债务和利息的保障能力仍较强。

2018 年，公司经营性净现金流 9.72 亿元，同比增长 9.47%，主要是销售回款增加所致；经营性净现金流对债务和利息的覆盖程度仍保持在较好水平。

表 11 2016~2018 年公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元、倍、%）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
经营性净现金流	9.72	8.87	4.82
投资性净现金流	-3.64	-8.75	-6.13
筹资性净现金流	-6.67	2.28	2.77
经营性净现金流利息保障倍数	5.49	6.37	4.38
经营性净现金流/流动负债	28.09	27.58	17.56

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，公司投资性净现金流为-3.64 亿元，净流出规模同比下降 58.39%，主要是 2017 年公司麻纤维纺织加工项目和热电项目的持续投入、设备和厂房升级改造及环保投入较多，本年投入力度相对较小所致。截至 2018 年末，公司在建工程主要为滨州高新区工业园区供热中心改扩建及配套管网工程项目，项目预计将于 2020 年 12 月完工，其中项目总投资 9.20 亿元，已累计投资 3.58 亿元，2019 年和 2020 年仍需投资 3.12 亿元和 2.50 亿元，存在一定的资本支出和对外筹资需求。

总体来看，2018 年以来，随着公司规模的不扩大，公司经营性现金流持续增长，对债务和利息的保障能力仍较强；投资性净现金流持续为净流出状态，但随着在建项目的减少，预计未来 1~2 年的投资性现金支出压力将有所缓解。



（三）债务收入

公司债务融资渠道较为通畅，以银行借款为主，辅以发行债券；2018 年，筹资性净现金流同比由净流入转为大幅净流出。

公司债务融资渠道通畅，以银行借款为主，辅以发行债券，同时与多家银行保持良好的合作关系，银行授信额度较为稳定，截至 2018 年末，公司共获得授信额度 37.79 亿元，尚未使用授信额度为 17.50 亿元。

2018 年，公司筹资性净现金流为-6.67 亿元，同比由净流入转为大幅净流出，一方面发行债券收到的现金同比由 4.80 亿元减少至 0 元，另一方面偿还到期债务支付 2.69 亿元。2018 年，公司筹资性现金流入为 23.35 亿元，是公司可用偿债来源的主要组成部分；同期，公司筹资性现金流出为 30.02 亿元，公司债务偿还对融资能力依赖程度相对较高。预计未来 1~2 年，公司债务收入主要来源仍将以银行借款为主，辅以发行债券。

表 12 2016~2018 年债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
筹资性现金流入	23.35	27.28	23.03
借款所收到的现金	18.17	22.30	19.33
筹资性现金流出	30.02	25.00	20.27
偿还债务所支付的现金	23.46	22.73	19.20

数据来源：根据公司提供资料整理

（四）外部支持

2018 年，公司政府补助为 0.10 亿元，同比略有增长，但对偿债来源影响依然很小。

（五）可变现资产

2018 年以来，公司资产规模继续增长，仍以非流动资产为主；可变现资产主要包括固定资产、货币资金和存货，其中受限货币资金规模仍较大，一定程度上减弱了公司的资产流动性，整体变现能力一般。

2018 年以来，公司资产规模持续增长，仍以非流动资产为主。截至 2018 年末，公司总资产为 93.94 亿元，同比增长 8.24%，其中非流动资产占总资产的比重为 52.58%。

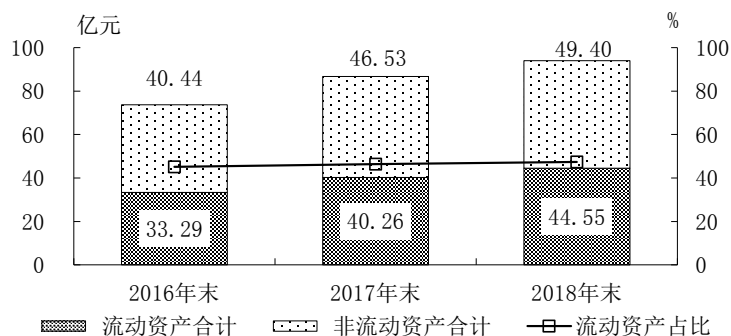


图3 2016~2018年末公司资产结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由货币资金、存货、应收票据及应收账款、预付款项和其他应收款等构成。

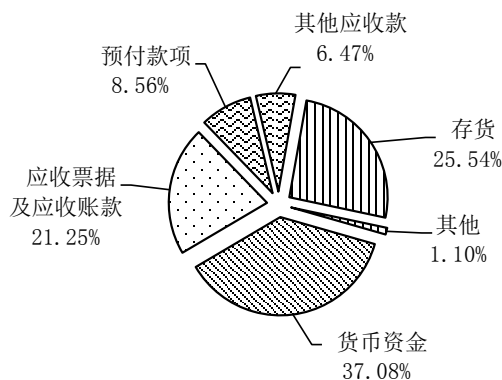


图4 2018年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2018年末，公司货币资金16.52亿元，同比增长21.03%，其中其他货币资金10.82亿元，主要为银行承兑汇票及信用证保证金；银行存款5.69亿元；存货11.38亿元，同比增长15.03%，其中库存商品和原材料分别为6.06亿元和4.06亿元；应收票据及应收账款9.46亿元，同比变化不大，其中应收票据0.02亿元，全部为银行承兑汇票；应收账款9.44亿元，同比略有下降，累计计提坏账准备0.04亿元，其中采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账龄在1年以内（含1年）的占比为95.40%，应收账款前五名金额占比为27.61%，账龄均分布在一年以内。

**表13 2018年末公司应收账款前五名情况（单位：万元、%）**

欠款单位名称	账面余额	占余额合计数的比例	账龄	是否关联
IKEA Supply AG	5,975	6.30	1年以内	否
山东澳亚纺织有限公司	5,476	5.77	1年以内	否
圣美伦集团有限公司	5,434	5.73	1年以内	否
柏莱尔有限公司	4,694	4.95	1年以内	否
威海海思纺织品销售有限公司	4,613	4.86	1年以内	否
合计	26,192	27.61	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

2018年末，公司预付款项 3.81 亿元，同比增长 13.91%，账龄主要集中在 1 年以内，占比 91.70%，一年以上的预付款项主要为合同未执行完毕，尚未结算所致；同期，其他应收款 2.88 亿元，同比略有减少，主要为设备款、工程款和应收的出口退税款等，其中采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账龄在 1 年以内（含 1 年）的占比为 75.01%，其他应收款前五名金额占比为 25.23%。

表14 2018年末公司其他应收款前五名情况（单位：万元、%）

客户名称	金额	占比	账龄	款项内容	是否关联
滨州市豪得虹工程有限公司	2,861	8.38	1年以内	工程款	否
东营市雨瑞企业管理咨询有限公司	2,500	7.32	1年以内	咨询费	否
上海明诺环境科技有限公司	1,264	3.70	1年以内	设备款	否
山东省环能设计院股份有限公司	1,057	3.10	1年以内	设备款	否
滨州市滨城区黛蓝贸易有限公司	932	2.73	1年以内	设备款	否
合计	8,614	25.23	-	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

从资产运营效率来看，2018 年，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 45.98 天和 33.94 天，存货周转效率和应收账款周转效率均较为稳定。

公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和在建工程等构成。2018 年末，公司固定资产为 30.87 亿元，同比增长 3.69%，主要是新购机器设备及在建工程转入所致；无形资产 10.91 亿元，同比下降 2.53%，以土地使用权为主；在建工程 4.34 亿元，同比增长 20.14%，主要是公司零星工程、260T 锅炉及印染工业废水综合治理与资源化回用项目等在建项目持续投入所致。

从资产受限情况看，截至 2018 年末，公司受限资产为 20.09 亿元，占总资产的比重为 21.39%，占净资产的比重为 38.08%，受限资产占净资产比重较高；其中用于授信抵押给银行的机器设备、房屋建筑物和土地使用权分别为 4.34 亿元、2.60 亿元和 1.96 亿元；受限的货币资金为 11.19 亿元，主要为保证金，受限货币资金规模仍较大，一定程度上降低了公司的资产流动性。



总体看，公司流动性偿债来源总体充足；清偿性偿债来源为可变现资产，整体变现能力一般。

偿债来源结构主要包括经营性净现金流、债务收入、可变现资产和外部支持。2018 年，公司获得经营性净现金流 9.72 亿元，筹资活动现金流入 23.35 亿元，获得外部支持 0.10 亿元。公司流动性偿债来源结构中，经营性净现金流是其债务偿付的主要来源，外部支持对其贡献度较小。总的来看，公司经营性净现金流较为充足，且融资渠道较为通畅，流动性偿债来源总体充足。

清偿性偿债来源为可变现资产，公司可变现资产以固定资产、货币资金和存货为主，其中以机器设备为主的固定资产变现能力较弱；货币资金中受限部分占比较多，对资产流动性造成一定影响；存货主要是库存商品和原材料，变现能力一般；公司整体变现能力一般。

偿债能力

2018 年以来，公司总负债略有下降，仍以流动负债为主。

2018 年末，公司总负债略有下降，仍以流动负债为主。截至 2018 年末，公司总负债为 41.19 亿元，同比略有下降，其中流动负债占总负债比重为 86.37%。

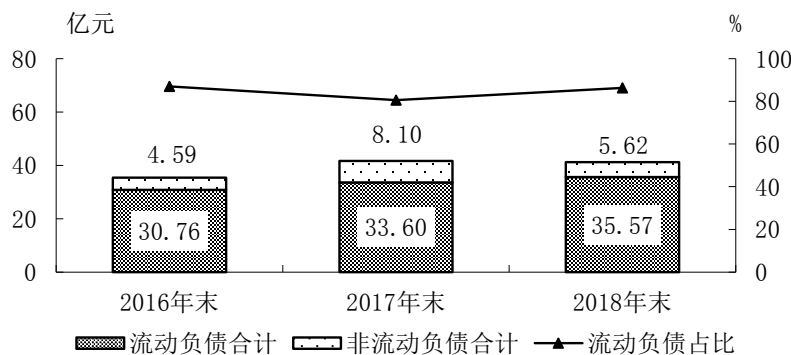
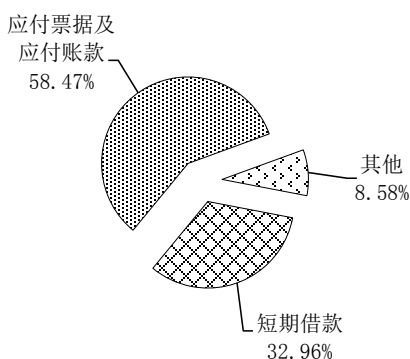


图 5 2016~2018 年末公司负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由应付票据及应付账款、短期借款等构成。2018 年末，公司应付票据及应付账款 20.80 亿元，同比增长 33.64%，其中应付票据 17.44 亿元，同比增长 38.42%，全部是银行承兑汇票，主要是随着公司生产规模不断扩大采用银行承兑汇票方式支付货款增加所致；应付账款 3.36 亿元，同比增长 13.33%，主要是支付的工程款、设备款增加所致。同期，公司短期借款为 11.72 亿元，同比变化不大，其中保证借款、抵押借款和信用借款分别为 5.16 亿元、3.71 亿元和 2.65 亿元；其他流动负债同比由 1.50 亿元减少至 0，主要是公司于 2017 年 7 月发行的 1.50 亿元一年期非公开公司债到期偿还所致。


图 6 2018 年末公司流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动负债主要由应付债券、长期应付款、长期借款和递延收益等构成。2018 年末，公司应付债券 3.30 亿元，同比变动不大，主要是公司于 2017 年 8 月发行的 3.30 亿元公司债券；长期应付款 0.99 亿元，同比增长 59.59%，主要是增加设备融资租赁款；长期借款 0.65 亿元，同比减少 2.73 亿元，主要是抵押借款和保证借款到期还款所致；递延收益 0.50 亿元，同比下降 13.86%，主要为山东省水污染防治专项资金、烟气脱硫工程专项资金等。

2018 年末，公司资产负债率持续下降，为 43.84%，债务资本比率为 39.68%；流动比率和速动比率分别为 1.25 倍和 0.93 倍，同比变化不大，流动资产对流动负债的保障程度较好。

2018 年末，公司总有息债务规模继续增长，仍以短期有息债务为主，短期偿付压力较大。

2018 年末，公司总有息债务为 34.71 亿元，同比略有增长，仍以短期有息债务为主；总有息债务在总负债中的占比为 84.27%，不断提升，其中短期有息债务为 29.77 亿元，在总有息债务的占比为 85.76%，占比仍较高。

表 15 2016~2018 年末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
短期有息债务	29.77	27.25	24.58
长期有息债务	4.94	7.29	3.79
总有息债务	34.71	34.54	28.37
短期有息债务占比	85.76	78.89	86.64
总有息债务在总负债中占比	84.27	82.81	80.26

数据来源：根据公司提供资料整理

从有息债务的期限结构分布来看，截至 2018 年末，公司总有息债务主要集中在 1 年以内（含 1 年），在总有息债务中占比为 85.76%，其中一年内到期有息债务主要由短期借款和应付票据等构成。

**表 16 截至 2018 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	(3, 4]年	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	29.77	0.56	0.50	3.53	0.09	0.26	34.71
占比	85.76	1.61	1.44	10.18	0.25	0.76	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司短期有息债务主要集中在 2019 年第一季度和第二季度到期，分别为 10.85 亿元和 12.01 亿元，公司仍面临较大的短期偿付压力；长期有息债务债务规模较小，主要集中在 3~4 年到期。

表 17 截至 2018 年末公司短期有息债务期限结构（单位：亿元、%）

到期日期	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	小计	占比
2019 年一季度	3.78	6.93	0.14	10.85	36.44
2019 年二季度	5.65	6.21	0.14	12.01	40.36
2019 年三季度	1.23	3.50	0.17	4.90	16.47
2019 年四季度	1.06	0.80	0.14	2.00	6.73
合计	11.72	17.44	0.60	29.77	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司被担保企业盈利能力一般，对外担保存在一定或有风险。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司对外担保余额 3.50 亿元，担保比率为 6.63%。公司提供了被担保企业 2018 年的财务数据，被担保企业盈利能力一般，公司存在一定或有风险。

2018 年末，受益于未分配利润的增加，所有者权益持续增长；但未分配利润占所有者权益的比重较大，公司权益分派或对所有者权益稳定性产生一定影响。

2018 年末，公司所有者权益 52.76 亿元，同比增长 17.02%，其中注册资本仍为 2.00 亿元；资本公积仍为 6.73 亿元；未分配利润为 40.62 亿元，同比增长 21.34%，主要是公司持续盈利所致；未分配利润占所有者权益的比重较大，2018 年末未分配利润占所有者权益的比重为 76.99%，公司权益分派或对所有者权益稳定性产生一定影响。

公司盈利能力持续增强，对利息的保障程度仍较好；偿债来源对公司整体债务偿还提供良好的保障。

2018 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 8.15 倍，盈利能力持续增强，对利息的保障程度仍处于较好水平。

公司流动性还本付息能力一般。公司流动性偿债来源以盈利和经营性净现金流为主。2018 年，受益于主业的持续发展，公司营业收入和毛利率均有所增长，整体盈利能力仍较好，同时经营性净现金流持续净流入且净流入规模持续增长，



对公司债务和利息能够形成良好保障；公司债务融资渠道较为通畅，可用银行授信规模较大；截至 2018 年末，公司货币资金为 16.52 亿元，其中受限部分为 11.19 亿元，受限货币资金规模较大，对公司流动性偿债来源存在一定影响，2018 年流动性来源对于流动性消耗的覆盖倍数为 0.98 倍。

公司清偿性还本付息能力一般。可变现资产中以机器设备为主的固定资产变现能力较弱，存货主要是库存商品和原材料，变现能力一般，公司整体变现能力较弱。2018 年，公司流动比率和速动比率分别为 1.25 倍和 0.93 倍；资产负债率和债务资本比率分别为 43.84%和 39.68%；可变现资产对于当前负债的覆盖倍数为 1.24 倍。

总体来看，公司盈利能力持续增强，对利息的保障程度仍较好；偿债来源对公司整体债务偿还提供良好的保障；公司总体偿债能力很强。

结论

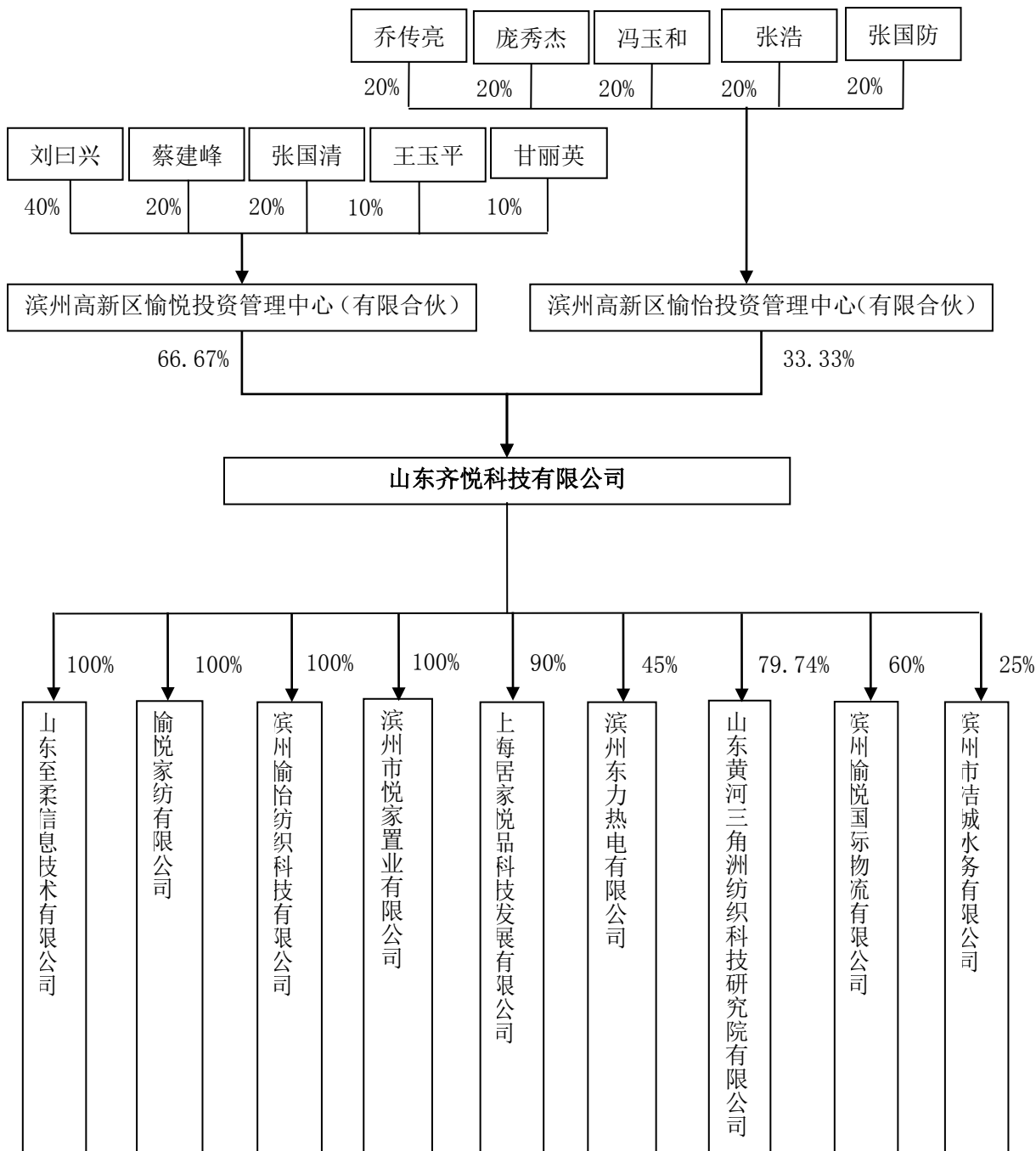
综合来看，公司的抗风险能力很强。公司业务涉及原棉、纺纱、织布、印染、缝制、终端销售较为完整的产业链，各业务之间协调发展，有利于提升公司整体的竞争实力；公司拥有原棉的进口采购配额，同时公司电力和热汽能源已实现自给，具有明显的成本优势；印染业务始终居行业领先水平，其中蜡布产品工艺技术优势突出，具备一定的市场占有率；公司着力打造愉悦品牌，市场知名度仍不断提高。2018 年以来，受益于主业的持续发展，营业收入和毛利率均继续增长，公司整体盈利能力仍较好；债务融资渠道较为通畅，且经营性现金流持续增长，对债务和利息的保障程度仍较强；总有息债务规模继续增长，始终以短期有息债务为主，仍存在较大的短期偿债压力，但公司盈利能力持续增强，对利息的保障程度仍较好。

综合分析，大公对公司“17 齐科 01”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。



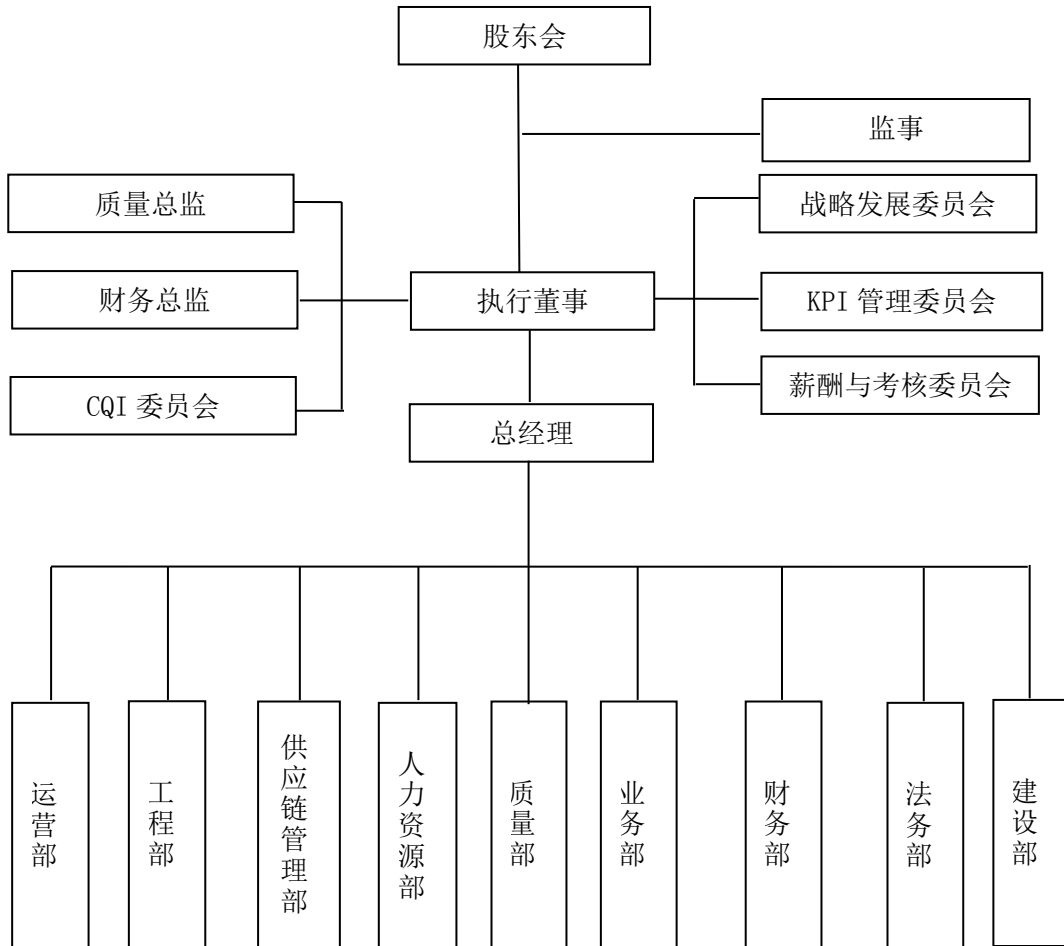
附件 1 公司治理

1-1 截至 2018 年末山东齐悦科技有限公司股权结构图





1-2 截至 2018 年末山东齐悦科技有限公司组织结构图





附件 2 经营指标

2-1 截至 2018 年末山东齐悦科技有限公司对外担保情况

截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元、%）						
被担保企业	担保方式	担保总额	担保期限	是否互保	是否关联	是否逾期
山东滨州交运集团有限责任公司	保证	4,000.00	2018.08.10~2019.08.10	是	否	否
		3,000.00	2018.02.01~2019.02.01 ⁹			否
华纺股份有限公司 ¹⁰	保证	3,000.00	2018.09.07~2019.06.06	是	否	否
		2,000.00	2018.09.28~2019.06.14			否
		2,000.00	2018.11.15~2019.11.15			否
		1,000.00	2017.11.21~2019.11.21			否
		1,500.00	2018.08.28~2019.08.28			否
		1,500.00	2018.07.05~2019.07.05			否
		1,498.00	2018.10.25~2019.04.25			否
		1,000.00	2018.10.15~2019.04.15			否
		2,500.00	2018.08.20~2019.05.08			否
		2,000.00	2018.02.07~2019.02.06			否
		2,000.00	2018.08.14~2019.08.13			否
		2,000.00	2018.01.03~2019.01.03			否
		4,000.00	2018.01.04~2019.01.03			否
		2,000.00	2018.12.27~2019.12.29			否
合计	-	34,998.00	-	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2018 年末公司对外担保企业部分财务情况（单位：亿元、%）						
被担保对象	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流	
2017 年						
山东滨州交运集团有限责任公司	18.55	53.10	9.83	0.68	0.52	
华纺股份有限公司	34.50	58.03	28.50	0.07	1.53	
2018 年						
山东滨州交运集团有限责任公司	18.61	50.03	9.85	0.60	0.04	
华纺股份有限公司	36.38	59.57	32.64	0.21	-0.22	

资料来源：根据公司提供资料整理

⁹ 到期不再续保。¹⁰ 对华纺股份有限公司的担保，部分到期的已经进行续保。



附件 3 主要财务指标

3-1 山东齐悦科技有限公司（合并）主要财务指标

(单位：万元)

项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年
资产类			
货币资金	165,179	136,475	103,605
应收票据及应收账款	94,644	94,842	-
其中：应收票据	242	24	648
应收账款	94,402	94,818	66,729
其他应收款	28,819	29,303	31,436
预付款项	38,125	33,469	20,982
存货	113,779	98,908	95,775
流动资产合计	445,450	402,607	332,919
可供出售金融资产	1,500	1,500	1,500
长期股权投资	12,980	9,576	9,396
投资性房地产	1,759	1,828	1,896
固定资产	308,668	297,683	224,088
在建工程	43,379	36,107	45,075
无形资产	109,127	111,962	116,659
递延所得税资产	3,261	2,179	2,552
非流动资产合计	493,968	465,287	404,390
资产总计	939,418	867,895	737,309
占资产总额比 (%)			
货币资金	17.58	15.72	14.05
应收票据及应收账款	10.07	10.93	-
其中：应收票据	0.00	0.00	0.09
应收账款	10.07	10.93	9.05
其他应收款	3.07	3.38	4.26
预付款项	4.06	3.86	2.85
存货	12.11	11.40	12.99
流动资产合计	47.42	46.39	45.15
可供出售金融资产	0.16	0.17	0.20
长期股权投资	1.38	1.10	1.27
投资性房地产	0.19	0.21	0.26
固定资产	32.86	34.30	30.39
在建工程	4.62	4.16	6.11
无形资产	11.62	12.90	15.82
递延所得税资产	0.35	0.25	0.35
非流动资产合计	52.58	53.61	54.85



3-2 山东齐悦科技有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年
负债类			
短期借款	117,229	116,423	111,596
应付票据及应付账款	207,980	155,622	-
其中：应付票据	174,410	126,000	109,800
应付账款	33,570	29,622	44,121
预收款项	7,959	5,396	4,496
其他应付款	6,658	14,203	6,512
一年内到期的非流动负债	6,015	15,061	4,420
流动负债合计	355,712	336,040	307,604
长期借款	6,500	33,767	21,600
应付债券	33,000	33,000	11,903
递延所得税负债	1,740	2,269	2,798
非流动负债合计	56,153	81,048	45,865
负债合计	411,865	417,087	353,468
占负债总额比 (%)			
短期借款	28.46	27.91	31.57
应付票据及应付账款	50.50	37.31	-
其中：应付票据	42.35	30.21	31.06
应付账款	8.15	7.10	12.48
预收款项	1.93	1.29	1.27
其他应付款	1.62	3.41	1.84
一年内到期的非流动负债	1.46	3.61	1.25
流动负债合计	86.37	80.57	87.02
长期借款	1.58	8.10	6.11
应付债券	8.01	7.91	3.37
递延所得税负债	0.42	0.54	0.79
非流动负债合计	13.63	19.43	12.98
权益类			
实收资本（股本）	20,000	20,000	20,000
资本公积	67,268	67,268	68,715
盈余公积	122	68	68
未分配利润	406,154	334,732	269,532
归属于母公司所有者权益	493,545	422,067	358,315
少数股东权益	34,008	28,740	25,526
所有者权益合计	527,554	450,807	383,841



3-3 山东齐悦科技有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年 (追溯调整)
损益类			
营业收入	1,003,518	934,530	711,054
营业成本	832,647	780,000	612,453
销售费用	8,889	7,505	5,295
管理费用	13,237	11,058	9,603
财务费用	17,860	16,456	10,845
营业利润	100,347	91,722	66,167
利润总额	102,345	93,157	71,458
所得税费用	25,600	24,744	17,749
净利润	76,744	68,414	53,709
归属于母公司所有者的净利润	71,476	65,199	49,547
少数股东损益	5,268	3,214	4,162
占营业收入比 (%)			
营业成本	82.97	84.32	86.13
销售费用	0.89	0.80	0.74
管理费用	1.32	1.18	1.35
财务费用	1.78	1.76	1.53
营业利润	10.00	9.81	9.31
利润总额	10.20	9.97	10.05
所得税费用	2.55	2.65	2.50
净利润	7.65	7.32	7.55
归属于母公司所有者的净利润	7.12	6.98	6.97
少数股东损益	0.52	0.34	0.59
现金流量表			
经营活动产生的现金流量净额	97,156	88,747	48,217
投资活动产生的现金流量净额	-36,410	-87,494	-61,286
筹资活动产生的现金流量净额	-66,713	22,842	27,666



3-4 山东齐悦科技有限公司（合并）主要财务指标

项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年 (追溯调整)
主要财务指标			
EBIT (万元)	120,027	107,089	82,474
EBITDA (万元)	144,073	126,216	100,707
总有息债务 (万元)	347,075	345,467	283,719
毛利率 (%)	17.03	15.68	13.87
营业利润率 (%)	10.00	9.81	9.31
总资产报酬率 (%)	12.78	12.34	11.19
净资产收益率 (%)	14.55	15.18	13.99
资产负债率 (%)	43.84	48.06	47.94
债务资本比率 (%)	39.68	43.39	42.50
长期资产适合率 (%)	118.17	114.31	106.26
流动比率 (倍)	1.25	1.20	1.08
速动比率 (倍)	0.93	0.90	0.77
保守速动比率 (倍)	0.47	0.41	0.34
存货周转天数 (天)	45.98	44.47	48.34
应收账款周转天数 (天)	33.94	31.12	30.27
经营性净现金流/流动负债 (%)	28.09	27.58	17.56
经营性净现金流/总负债 (%)	23.44	23.03	14.64
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	5.49	6.37	4.38
EBIT 利息保障倍数 (倍)	6.79	7.69	7.49
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	8.15	9.06	9.14
现金比率 (%)	46.44	40.61	33.77
现金回笼率 (%)	116.40	113.12	114.16
担保比率 (%)	6.63	7.61	9.83



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. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 扣非净利润 = 净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)
23. 可变现资产 = $\min(\sum \text{资产科目} * \text{变现系数}, \text{非受限资产})$



24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
26. 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）
27. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额 + 未使用授信额度 + 外部支持产生的现金流净额 + 经营活动产生的现金流量净额
28. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出 + 到期债务本金和利息 + 股利 + 或有负债（确定的支出项） + 其他确定的收购支出



附件 5 主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		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，有较高违约风险。
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。
展望	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。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。