



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

# CREDIT RATING REPORT

报告名称

## 山东齐悦科技有限公司 主体与相关债项2020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
偿债来源与负债平衡
偿债能力



## 跟踪评级公告

大公报 SDB【2020】058 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

二〇二〇年六月二十三日





## 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	2019.06

### 主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2019	2018	2017
总资产	100.11	93.94	86.79
所有者权益	60.95	52.76	45.08
总有息债务	32.02	34.71	34.55
营业收入	108.70	100.35	93.45
净利润	8.19	7.67	6.84
经营性净现金流	10.13	9.72	8.87
毛利率	17.02	17.03	15.68
总资产报酬率	13.01	12.78	12.34
资产负债率	39.12	43.84	48.06
债务资本比率	34.44	39.68	43.39
EBITDA 利息保障 倍数(倍)	6.78	8.15	9.06
经营性净现金流/ 总负债	25.21	23.44	23.03

注: 公司提供了 2019 年财务报表, 亚太(集团)会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2019 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 年财务数据采用 2018 年追溯调整后的数据; 2018 年财务数据采用 2019 年追溯调整后的数据。

评级小组负责人: 肖尧

评级小组成员: 徐梦琪 曹媛

电话: 010-67413300

传真: 010-67413555

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, 且仍面临很大的短期偿付压力。

## 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;
- 2019 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;
- 2019 年末, 公司有息债务仍以短期有息债务为主, 短期偿付压力很大。



## 评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《纺织服装企业信用评级方法》，版本号为 PF-FZfZ-2020-V. 3. 1，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
<b>要素一：偿债环境（12%）</b>	<b>4.63</b>
（一）宏观环境	5.03
（二）行业环境	4.35
（三）区域环境	4.50
<b>要素二：财富创造能力（58%）</b>	<b>4.68</b>
（一）产品与服务竞争力	4.18
（二）盈利能力	5.62
<b>要素三：偿债来源与负债平衡（30%）</b>	<b>5.83</b>
（一）债务结构	1.54
（二）流动性偿债来源	6.48
（三）清偿性偿债来源	6.58
<b>调整项</b>	<b>-0.05</b>
<b>主体信用等级</b>	<b>AA</b>

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形

评级模型所用的数据根据公司提供资料整理

## 评级历史关键信息

主体评级	债项名称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	17 齐科 01	AA	2019/06/22	肖尧、栗婧岩、徐梦琪	大公纺织服装企业信用评级方法	<a href="#">点击阅读全文</a>
AA/稳定	17 齐科 01	AA	2017/08/08	张建国、韩光明、王梦晗	大公信用评级方法总论	<a href="#">点击阅读全文</a>
AA/稳定	-	-	2017/05/19	未查询到相关披露信息		



## 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。





## 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	已按募集资金要求使用 <sup>1</sup>

数据来源: 根据公司提供资料整理

## 发债主体

齐悦科技注册地山东省滨州市,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<sup>2</sup>(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)<sup>3</sup>(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”)<sup>4</sup>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2019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

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 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。

<sup>4</sup> 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 2019 年末，共有 19 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 2020 年 6 月 16 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

我国经济增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，中长期高质量发展走势不会改变；2019 年以来，国内外宏观环境复杂多变，在全球经济增长放缓的形势下，我国纺织服装行业继续承压；受疫情影响，短期内纺织服装行业需求受到冲击。

### （一）宏观政策环境

2019 年，我国经济增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020 年一季度受新冠肺炎疫情疫情影响，经济增速转负，但自 3 月起主要经济指标降幅收窄，预计在逆周期调节政策的带动下，经济将会恢复增长，同时我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

2019 年，我国国内生产总值（以下简称“GDP”）为 99.09 万亿元，增速 6.1%，在中美贸易摩擦和经济结构调整的大形势下保持较快增速。其中，社会消费品零售总额同比增加 8.0%，增速同比回落 1 个百分点，但消费对经济的拉动作用依然强劲；固定资产投资额同比增长 5.4%，增速同比回落 0.5 个百分点，整体保持平稳态势，高技术制造业投资增速较快；进出口总额同比增长 3.4%，增速同比回落 6.3 个百分点，显示出中美贸易摩擦和全球贸易保护主义的负面影响。规模以上工业增加值同比增长 5.7%，增速同比回落 0.5 个百分点，显示出工业生产经营活动在内外需求疲软的影响下有所放缓。分产业来看，2019 年第一产业、第



二产业增加值分别同比增长 3.1%、5.7%，第三产业增加值同比增长 6.9%，GDP 占比达 53.9%，第三产业增速和占比均超过第二产业，产业结构进一步优化。

在宏观经济政策方面，2019 年我国继续实行积极的财政政策，持续加大减税降费力度和财政支出力度，确保对重点领域和项目的支持力度，同时加强地方政府债务管理，切实支持实体经济稳定增长；继续执行稳健的货币政策，人民银行积极推动完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，进一步疏通货币政策传导机制，加强逆周期调节，通过降准和公开市场操作增加市场流动性，资金供给相对充足，市场利率运行平稳。

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）影响，我国 GDP 为 20.65 万亿元，同比下降 6.8%；其中，社会消费品零售总额、固定资产投资额、进出口总额、规模以上工业增加值同比分别下降 19.0%、16.1%、6.4%、8.4%。在国家统筹推进疫情防控和经济社会发展的政策引领下，经济社会发展大局稳定，2020 年 3 月消费、投资、进出口、生产等指标降幅相比前两个月明显收窄，3 月制造业采购经理指数（PMI）也达到 52%，跃升至荣枯线以上，同时经济结构继续优化，基础原材料产业和高技术制造业保持增长，新兴服务业和网上零售增势良好，贸易结构继续改善，居民销售价格涨幅回落，就业形势总体稳定，显示出我国经济的巨大韧性和健康活力。

2020 年一季度以来，针对疫情和经济形势，我国进一步以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，实施更加积极有为的财政政策和更加注重灵活适度的货币政策。在财政政策方面，我国政府进一步落实减税降费政策，2020 年一季度政策举措加上 2019 年政策翘尾因素为企业累计减负 1.6 万亿元，已起到减轻企业和个人负担、调动民间投资积极性、促进经济稳增长和结构调整的重要作用；同期，财政部已提前下达 1.8 万亿元的地方政府债务额度，二季度将会再下达 1 万亿元的地方政府专项债额度<sup>5</sup>，这将对老旧小区改造、传统基础设施和新兴基础设施建设投资、传统产业改造升级、战略性新兴产业投资等有效投资的扩大发挥重要作用。通过提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，财政政策将真正发挥稳定经济的关键作用。在货币政策方面，人民银行运用降准、降息、再贷款、再贴现等多种政策工具持续保持流动性合理宽裕，把资金用到支持实体经济特别是小微企业上；继续坚持深化市场利率改革，不断完善 LPR 形成机制，同时引导 LPR 和中期借贷便利（MLF）持续下调；2020 年一季度各项贷款增加 7.1 万亿元，达到季度最高水平。综合来看，考虑到我国经济体量和整体运行情况，尤其通胀水平回落，政策边际空间充足，提质增效的财政政策和灵活精准的货币政策在坚持不搞大水漫灌的同时，能够促进我国经济平稳

<sup>5</sup> 资料来源：财政部。





健康运行。

2020 年突如其来的疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，一季度的经济负增长是我国自 1992 年有季度统计以来的首次负增长，显示出当前经济形势的极不寻常，国际经济下行压力也增加了年内经济的不确定性。但是，我国经济已经转向中高速、高质量发展的新常态，在新一轮科技革命和产业变革的加速演进下，在逆周期调节政策的有力支持下，创新型经济将加速供给侧改革、产业升级和产业结构优化，区域协调发展战略和对外开放力度也将不断加大，预计“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”和“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”政策目标将会实现，我国经济基本面也将继续长期向好发展。

## （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，截至 2019 年 12 月末，我国纺织服装、服饰业工业企业单位共有 13,876 家，同比减少 951 家，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。

2019 年以来，国内外宏观环境复杂多变，在全球经济增长放缓的形势下，我国纺织服装行业继续承压；受疫情影响，短期内纺织服装行业需求受到冲击。

2019 年，我国纺织品服装内销市场增长速度有所放缓。根据国家统计局数据显示，2019 年，全国限额以上服装鞋帽、针纺织品类商品零售额为 1.35 万亿



元，同比增长 2.9%，增速同比放缓 5.1 个百分点；全国网上穿着类商品零售额同比增长 15.4%，继续保持两位数的增长，但增速同比放缓 6.6 个百分点。从出口来看，受外需减弱及贸易环境风险上升影响，纺织行业出口形势较为严峻。根据中国海关数据，2019 年我国纺织品服装累计出口金额为 2,807 亿美元，同比下降 1.5%，增速同比降低 3.8 个百分点，但较 2019 年前三季度回升 0.8 个百分点；从产品结构来看，纺织品出口金额为 1,272.5 亿美元，同比增长 1.4%；服装出口金额为 1,534.5 亿美元，同比下降 3.7%；从市场结构来看，对新兴市场出口表现好于传统市场，2019 年我国对“一带一路”沿线国家和地区出口纺织品服装的金额同比增长 3.7%，而同期对美国、日本和欧盟出口金额同比分别下降 6.6%、4.6%和 4.4%。

同时，纺织业企业盈利水平有所下降，投资规模有所缩减。根据《2019 年纺织行业经济运行报告》显示，2019 年，3.5 万户规模以上纺织企业实现营业收入 4.94 万亿元，同比下降 1.5%；实现利润总额 2,251.4 亿元，同比下降 11.6%。各子行业中，麻纺织、印染和针织行业利润总额实现正增长，增速分别为 8.4%、5.8%和 0.2%；规模以上纺织企业营业收入利润率为 4.6%，同比回落 0.5 个百分点；终端行业利润率水平相对稳定，服装、家纺和产业用行业营业收入利润率分别为 5.5%、5.1%和 5.0%；纺织行业产成品周转率为 14.9 次/年，总资产周转率为 1.2 次/年，同比小幅放缓；期间费用比例 6.9%，略高于上年 0.1 个百分点，表明企业运营压力较大。2019 年，全国固定资产投资完成额同比下降 5.8%，增速同比放缓 10.8 个百分点。分行业来看，纺织业和化纤业投资额同比分别下降 8.9%和 14.1%；服装业全年投资额同比增长 1.8%，增速同比增加 3.3 个百分点。

受疫情影响，短期内纺织服装业需求受到较大冲击。2020 年 1~3 月，我国社会消费品零售额累计总额 7.85 亿元，同比下降 19.0%，全国网上零售额同比下降 0.8%，降幅较前 2 个月收窄 2.2 个百分点，实物商品网上零售额同比增长 5.9%，其中穿类商品同比下降 15.1%；从出口方面来看，根据海关总署数据显示，我国纺织纱线、织物及制品累计出口金额 226.94 亿美元，同比下降 14.6%，服装及衣着附件出口金额为 65.08 亿美元，同比下降 20.6%。但随着我国疫情稳定，线下零售的逐步恢复，服装穿类产品的零售额将会改善，国外需求恢复将会受到疫情控制程度影响。



### （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上仍具有竞争优势，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。2019 年，山东省实现地区生产总值 7.11 万亿元，仍位居全国 31 省区第三名，累计增长速度 5.5%。分产业看，第一产业增加值 5,116.4 亿元，增长 1.1%；第二产业增加值 28,310.9 亿元，增长 2.6%；第三产业增加值 37,640.2 亿元，增长 8.7%，三次产业结构由 7.4: 41.3: 51.3 调整为 7.2: 39.8: 53.0。受疫情影响，2020 年一季度实现生产总值 1.49 万亿元，同比下降 5.8%。分产业看，第一产业增加值 628.0 亿元，下降 0.5%；第二产业增加值 5,666.0 亿元，下降 7.1%；第三产业增加值 8,625.3 亿元，下降 5.4%。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一，2019 年，全国棉花总产量 590.6 万吨，其中，山东棉花总产量 19.6 万吨，占全国总量的 3.33%，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；2019 年，公司主营业务继续保持稳定发展，营业收入和毛利润均持续增长。

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、电力业务及房地产归入其他业务。



2019 年以来，公司主营业务稳定发展，营业收入和毛利润同比均继续增长。分板块来看，2019 年，公司家纺成品收入和毛利润均持续上涨，主要是因为公司提高天丝、真丝等高端家纺成品占比，高附加值产品产量和销售价格的增加带动收入和毛利润进一步提升；坯布收入小幅增长，毛利润同比下降 6.68%，主要是用于销售的坯布属于中低端产品，毛利率较低所致；印染布收入和毛利润同比分别增长 13.40%和 13.55%，主要是公司继续拓展非洲市场，精蜡印花系列产品销量增加所致；棉纱板块收入小幅增长，毛利润同比略有下降，主要是用于销售的纱线毛利率较低所致；原棉收入主要是公司加工原棉产生的销售收入，收入和毛利润均小幅增长，但占比仍较少。2019 年，公司毛利率较为稳定。

**表 2 2017~2019 年公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）**

类别	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>108.70</b>	<b>100.00</b>	<b>100.35</b>	<b>100.00</b>	<b>93.45</b>	<b>100.00</b>
家纺成品	34.85	32.06	32.47	32.35	29.97	32.07
坯布	29.21	26.87	28.37	28.27	29.80	31.89
印染布	28.26	26.00	24.92	24.83	14.78	15.82
棉纱	10.04	9.24	9.36	9.32	6.68	7.15
原棉	0.55	0.51	0.50	0.50	0.21	0.22
其他	5.80	5.33	4.73	4.72	12.01	12.85
<b>毛利润</b>	<b>18.50</b>	<b>100.00</b>	<b>17.09</b>	<b>100.00</b>	<b>14.65</b>	<b>100.00</b>
家纺成品	6.65	35.94	6.10	35.68	5.49	37.44
坯布	3.77	20.36	4.04	23.66	4.05	27.66
印染布	4.86	26.30	4.28	25.03	2.50	17.07
棉纱	0.93	5.02	0.98	5.76	0.70	4.77
原棉	0.08	0.46	0.08	0.47	0.03	0.22
其他	2.21	11.93	1.61	9.40	1.88	12.85
<b>毛利率</b>	<b>17.02</b>		<b>17.03</b>		<b>15.68</b>	
家纺成品	19.08		18.78		18.31	
坯布	12.89		14.25		13.59	
印染布	17.22		17.16		16.92	
棉纱	9.25		10.52		10.44	
原棉	15.35		15.91		14.84	
其他	38.06		33.94		15.69	

数据来源：根据公司提供资料整理

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；2019 年，公司主营业务保持稳定发展，营业收入和毛利润均继续增长。





2019 年，受棉花价格波动较大影响，公司棉花采购量和采购价格均有所下滑；公司棉花采购逐渐转向国内市场，国内棉花采购量占比大幅提升；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 2017~2019 年公司棉花采购情况（单位：万吨、万元/吨）**

项目	2019 年	2018 年	2017 年
采购量	6.13	6.48	6.45
国外采购量	3.01	2.83	2.97
国内采购量	3.12	3.65	3.48
平均采购价格	1.45	1.57	1.39

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%。2019 年，公司棉花进口配额为 0.51 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。2019 年，由于棉花价格波动较大，公司改变采购策略，在棉花价格高点根据订单情况直接采购棉纱、坯布等成品，因此，公司棉花采购量和采购价格均有所下滑，其中，随着国内外棉花价差逐渐缩小，公司在棉花采购上逐渐转向国内，国内棉花采购量占比提升至 49.10%；由于 2019 年棉花进口配额同比减少 0.22 万吨，国外棉花采购量同比略有下降。

**表 4 2017~2019 年公司棉纱采购情况<sup>6</sup>（单位：万吨、万元/吨）**

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
领用自产	3.36	2.39	3.58	2.44	3.59	2.37
直接外购	3.92	2.22	3.45	2.41	3.28	2.32
合计	7.28	2.30	7.03	2.43	6.87	2.35

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。2019 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。2019 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，

<sup>6</sup> 领用自产为内部核算价格。



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 2017~2019 年公司坯布采购情况<sup>7</sup> (单位: 万米、元/米)**

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
直接外购	18,906	11.46	17,864	11.73	16,896	11.52
委托加工	8,286	4.17	8,742	4.22	6,054	4.15
领用自产	6,824	9.12	5,451	9.18	4,399	8.19
零单价	3,886	-	3,824	-	3,668	-
<b>合计</b>	<b>37,902</b>	<b>8.27</b>	<b>35,881</b>	<b>8.26</b>	<b>31,017</b>	<b>8.25</b>

数据来源: 根据公司提供资料整理

截至 2019 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。2019 年, 公司发电成本 0.46 元/千瓦时, 较为稳定, 相较于当地的电力供应价格 (0.60 元/千瓦时), 仍具有明显的成本优势。公司持续对热电厂装备进行技术更新, 2019 年产汽量持续增加; 由于优先供应公司用汽需求, 且发电主要通过蒸汽余热发电, 因此, 2019 年发电量小幅下滑; 油改气后, 公司逐步减少自用电量, 用气量有所增加。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 元/吨。

**表 6 2017~2019 年公司电、汽等能源情况**

项目	2019 年	2018 年	2017 年
公司发电量 (万千瓦时)	18,541	18,576	16,002
其中: 自用电量 (万千瓦时)	15,543	15,794	15,279
公司发电成本 (元/千瓦时)	0.46	0.46	0.50
公司产汽量 (万吨)	215.00	208.95	193.00
其中: 自用汽量 (万吨)	68.00	62.96	55.00

数据来源: 根据公司提供资料整理

2019 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。2019 年, 公司对家纺和印染设备进行升级改造, 家纺成品产能有所增加。截至 2019 年末, 公司拥有家纺成品 6,500 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。

<sup>7</sup> 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。



表 7 2017~2019 年公司主要产品生产情况

项目		2019 年	2018 年	2017 年
家纺成品	产能（万件/年）	6,500	6,000	5,500
	产量（万件）	6,024	5,639	5,352
	产能利用率（%）	92.68	93.98	97.31
坯布	产能（万米/年）	25,000	25,000	25,000
	产量（万米）	24,731	24,413	24,326
	产能利用率（%）	98.92	97.65	97.30
印染布	产能（万米/年）	37,000	37,000	35,000
	产量（万米）	36,786	35,492	31,932
	产能利用率（%）	99.42	95.92	91.23
棉纱	产能（吨/年）	60,000	60,000	60,000
	产量（吨）	57,672	57,614	57,097
	产能利用率（%）	96.12	96.02	95.16

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 2019 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 2020 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/年，短麻打成麻生产能力约 1,440 吨/年，年产玉米 3.20 万吨/年。

2019 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 2019 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 2017~2019 年公司各类印染布年产能情况（单位：万米）**

类别	2019 年	2018 年	2017 年
蜡布	10,000	10,000	8,000
宽幅印花布	13,000	13,000	13,000
染色布	14,000	14,000	14,000
<b>合计</b>	<b>37,000</b>	<b>37,000</b>	<b>35,000</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

技术研发方面，截至 2019 年末，公司拥有专业研发设计人员 1,388 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 2019 年末，公司共获得授权专利 145 项，其中发明专利授权 44 项、实用新型 96 项、外观设计 5 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。

2019 年，公司家纺成品的销量和销售价格均继续增长；印染布和棉纱的销量继续增长，但销售价格同比均略有下降，其中，印染布销售价格下滑主要是蜡染布价格相对较低从而拉低整体销售价格，棉纱销售价格下滑主要是受棉纱价格波动较大影响，销售压力较大从而降低其销售价格；坯布销量同比下降 4.99%，主要是领用自产量增加所致，销售价格同比增长 8.37%，主要是以亚麻、天丝和莫代尔等为原材料的高附加值产品销量增多所致。公司坯布产品全部销往国内；家纺成品和印染布仍以外销为主，但外销客户逐渐把订单转向内销单位，销往国外的产品减少。2019 年，家纺成品和印染布外销销量同比均有所下降，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，公司仍存在一定汇率波动风险。

**表 9 2017~2019 年公司主要产品销售情况**

项目		2019 年	2018 年	2017 年
家纺成品	销量（万件）	5,481	5,596	5,416
	其中：国外	3,612	4,017	3,832
	国内	1,869	1,579	1,584
	平均售价（元/件）	63.58	58.02	55.34
坯布	销量（万米）	17,894	18,834	19,927
	平均售价（元/米）	16.32	15.06	14.96
印染布	销量（万米）	20,884	18,262	13,650
	其中：国外	13,143	13,543	10,196
	国内	7,741	4,719	3,454
	平均售价（元/米）	13.53	13.64	10.83
棉纱	销量（吨）	23,985	21,851	21,178
	其中：国外	1,045	1,292	1,249
	国内	22,940	20,559	19,929
	平均售价（万元/吨）	4.19	4.28	3.16

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，2019 年，公司下游前五大客户金额占比 27.36%。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 2019 年公司前五大客户（单位：万元、%）**

客户	金额	占比
IKEA Supply AG	136,427	12.55
圣美伦集团有限公司	73,203	6.73
江苏悦达家纺有限公司	32,552	2.99
上海维儿拉家用纺织品有限公司	30,158	2.77
HOLLANTEX GROUP LIMITED（欧瑞国际）	25,271	2.32
合计	297,610	27.38

数据来源：根据公司提供资料整理



## 偿债来源与负债平衡

2019 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；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；有息债务仍以短期有息债务为主，短期偿付压力很大；被担保企业盈利能力一般，对外担保存在一定或有风险。

### （一）偿债来源

#### 1、盈利

受益于主业的持续发展，营业收入和利润均继续增长，公司整体盈利能力仍较好；2019 年，公司期间费用率仍保持在较低水平，期间费用控制能力较好。

受益于主业的持续发展，2019 年，公司营业收入 108.70 亿元，同比增长 8.32%；毛利率 17.02%，较为稳定。

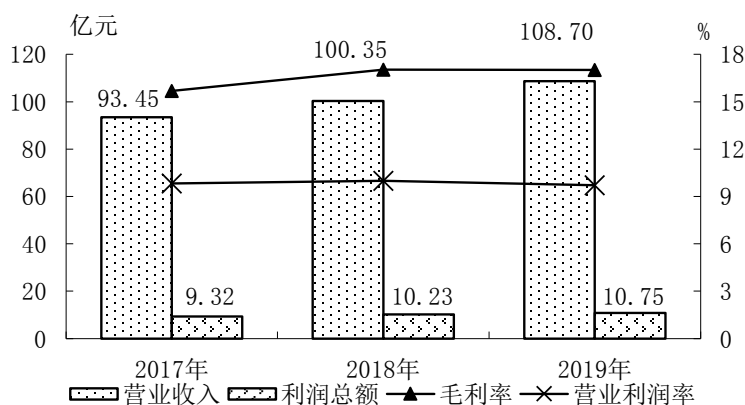


图 2 2017~2019 年收入和盈利概况

数据来源：根据公司提供资料整理

随着经营规模的扩大，公司期间费用继续增长。2019 年，公司期间费用 7.44 亿元，同比增长 17.94%，其中销售费用同比增长 11.69%，主要是销售人员薪资及广告宣传费增加所致；管理费用同比增长 25.91%，主要是管理员工资增加；财务费用同比增长 4.19%，主要来自于利息支出的增加；研发费用同比增长 26.42%，主要是研发团队薪资增加较多所致。2019 年，公司期间费用率为 6.84%，同比略有增长，但仍保持在较低水平，期间费用控制能力较好。

**表 10 2017~2019 年公司期间费用及占营业收入比重（单位：亿元、%）**

项目	2019 年	2018 年	2017 年
销售费用	0.99	0.89	0.75
管理费用	1.67	1.32	1.11
财务费用	1.86	1.79	1.65
研发费用	2.92	2.31	1.57
<b>期间费用</b>	<b>7.44</b>	<b>6.30</b>	<b>5.07</b>
<b>期间费用/营业收入</b>	<b>6.84</b>	<b>6.28</b>	<b>5.43</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司资产减值损失同比由 826.29 万元转为-1,328.22 万元，主要是收回坏账所致；投资收益 627.32 万元，同比由投资损失转为投资收益，主要是对滨州市恒信融资担保有限责任公司等联营企业的投资收益 232.63 万元及处置长期股权投资产生的收益 394.69 万元。同期，公司利润总额和净利润分别为 10.75 亿元和 8.19 亿元，同比分别增长 5.07%和 6.75%；总资产报酬率和净资产收益率分别为 13.01%和 13.44%，同比变化不大，整体盈利能力仍较好。

## 2、现金流

2019 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；公司在建项目具有一定持续性，仍面临一定资本支出压力。

2019 年，公司经营性净现金流 10.13 亿元，同比增长 4.25%，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保障能力仍保持在较好水平。

**表 11 2017~2019 年公司现金流及偿债指标情况**

项目	2019 年	2018 年	2017 年
经营性净现金流（亿元）	10.13	9.72	8.87
投资性净现金流（亿元）	-7.97	-3.64	-8.75
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	4.46	5.49	6.37
经营性净现金流/流动负债（%）	29.05	28.09	27.58
经营性净现金流/总负债（%）	25.21	23.44	23.03

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司投资性净现金流-7.97 亿元，净流出规模同比增加 4.33 亿元，主要是机器设备等固定资产投资增加及支付银行理财产品、票据保证金较多所致。截至 2019 年末，公司在建工程主要印染整理面料技术改造项目、蜡布厂设备技改项目及东力热电供热中心改扩建项目，项目总投资 12.70 亿元，已累计投资 8.04 亿元。其中，公司技改项目印染整理面料技术改造和蜡布厂设备技改具有一定持续性，项目总投资额分别为 1.50 亿元/年和 2.00 亿元/年，公司仍存在一定的资本支出和对外筹资需求。

总体来看，2019 年以来，随着公司规模不断扩大，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，在建项目具有一定持续性，公司仍面临一定资本支出压力。

### 3、债务收入

公司债务融资渠道较为通畅，仍以银行借款为主，辅以发行债券。

2019 年，公司筹资性净现金流-1.53 亿元，净流出规模同比减少 5.14 亿元，主要是偿还债务支付的现金减少较多所致。

公司债务融资渠道通畅，仍以银行借款为主，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 2019 年末，公司共获得授信额度 39.16 亿元，尚未使用授信额度为 17.61 亿元。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 2017~2019 年债务融资情况分析（单位：亿元）**

财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
筹资性现金流入	23.79	23.35	27.28
借款所收到的现金	20.65	18.17	22.30
筹资性现金流出	25.33	30.02	25.00
偿还债务所支付的现金	19.16	23.46	22.73

数据来源：根据公司提供资料整理

### 4、外部支持

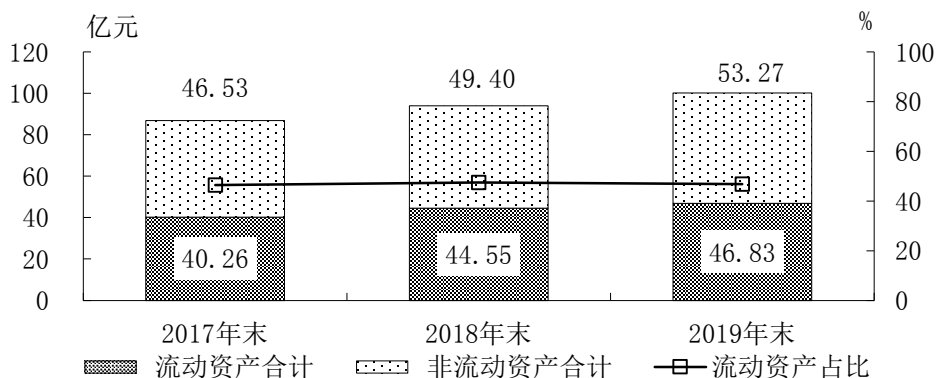
2019 年，公司政府补助为 0.59 亿元，其中与资产相关的政府补助 0.46 亿元，计入营业外收入的政府补助 0.13 亿元，对偿债来源的贡献依然很小。

### 5、可变现资产

2019 年以来，公司资产规模继续增长，仍以非流动资产为主；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。

2019 年以来，公司资产规模持续增长，仍以非流动资产为主。截至 2019 年末，公司总资产为 100.11 亿元，同比增长 6.56%，其中非流动资产占总资产的比重为 53.22%。

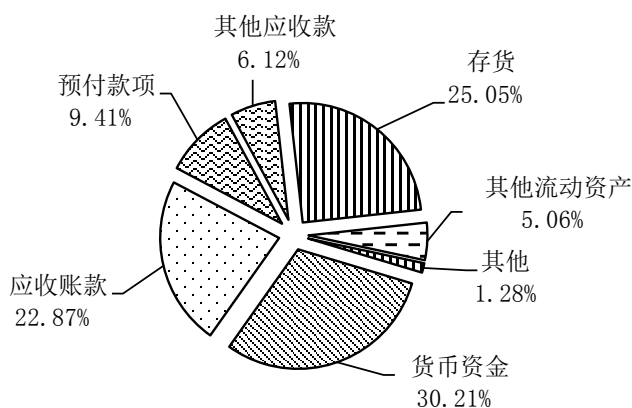




**图3 2017~2019年末公司资产结构**

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、应收账款、预付款项、其他应收款和其他流动资产等构成。



**图4 截至2019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

2019年末，公司货币资金14.15亿元，同比下降14.34%，主要是银行承兑汇票和信用证保证金减少所致，其中受限货币资金7.83亿元，占比55.37%；存货11.73亿元，同比增长3.12%，其中原材料和库存商品分别为5.69亿元和5.06亿元，均未计提跌价准备；应收账款10.71亿元，同比增长13.46%，其中账龄在1年以内（含1年）的占应收账款余额的98.48%，计提坏账准备0.02亿元，应收账款前五名金额占比为24.40%，账龄均分布在2个月以内。

**表13 2019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
圣美伦集团有限公司	6,107	5.69	2个月	否
SUCCESS UP DEVELOPMENT LIMITED	5,857	5.46	2个月	否
山东澳亚纺织有限公司	5,047	4.70	2个月	否
IKEA Supply AG	4,765	4.44	2个月	否
宜家分拨（上海）有限公司	4,413	4.11	2个月	否
<b>合计</b>	<b>26,190</b>	<b>24.40</b>	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2019年末，公司预付款项 4.40 亿元，同比增长 15.53%，账龄主要集中在 1 年以内，占比 99.85%，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；其他应收款 2.87 亿元，同比变化不大，主要是工程款、研究经费和报酬，账龄在 1 年以内（含 1 年）的占其他应收款余额的 54.57%，其他应收款前五大金额占比为 40.56%，集中度较高；其他流动资产 2.37 亿元，同比增加 1.88 亿元，主要是银行理财增加所致。

**表14 2019年末公司其他应收款前五名情况（单位：万元、%）**

客户名称	账面余额	占比	账龄	款项内容	是否关联
滨州市豪得虹工程有限公司	3,856	11.31	2年以内	工程款	否
滨州市慧龄健康管理有限公司	3,000	8.80	1~2年	研究经费和报酬	否
滨州市佳恒燃气有限公司	2,880	8.45	2年以内	保证金	否
滨州高新城市建设有限公司	2,130	6.25	1年以内	工程款	否
东营市雨瑞企业管理咨询有限公司	1,962	5.75	1年以内	研究经费和报酬	否
<b>合计</b>	<b>13,828</b>	<b>40.56</b>	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产主要由固定资产和无形资产等构成。2019 年末，公司固定资产 37.38 亿元，同比增长 21.11%，主要是新购机器设备及在建工程转入所致；无形资产 10.27 亿元，同比下降 5.91%，其中土地使用权 9.67 亿元；在建工程 2.02 亿元，同比下降 53.48%，主要是 260T 锅炉、印染工业废水综合治理与资源化回用项目及零星工程等在建项目转入固定资产所致。

从资产运营效率来看，2019 年，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 46.12 天和 33.37 天，存货周转效率和应收账款周转效率均较为稳定。

从资产受限情况看，截至 2019 年末，公司受限资产为 16.57 亿元，占总资产的比重为 16.55%，占净资产的比重为 27.19%，受限资产占净资产比重仍较高；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 4.26 亿



元、2.94 亿元和 1.44 亿元；受限的货币资金为 7.83 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，公司偿债来源较为充足，对债务偿还形成一定保障。

2019 年以来，受益于主业的持续发展，公司整体盈利能力仍较好，同时，经营性净现金流继续增长；债务融资渠道较为通畅，获得的银行授信额度较为稳定。

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，2019 年以来，公司资产规模持续增长，固定资产占比较高；但货币资金中受限部分占比较高，对资产流动性产生一定影响。整体来看，公司偿债来源较为充足，可对整体债务偿还提供一定保障。

## （二）债务及资本结构

2019 年以来，公司负债规模略有下降，仍以流动负债为主且流动负债占比持续增长。

2019 年以来，公司总负债略有下降，仍以流动负债为主且流动负债占比持续增长。截至 2019 年末，公司负债规模为 39.16 亿元，同比下降 4.93%，其中流动负债占总负债比重为 87.24%。

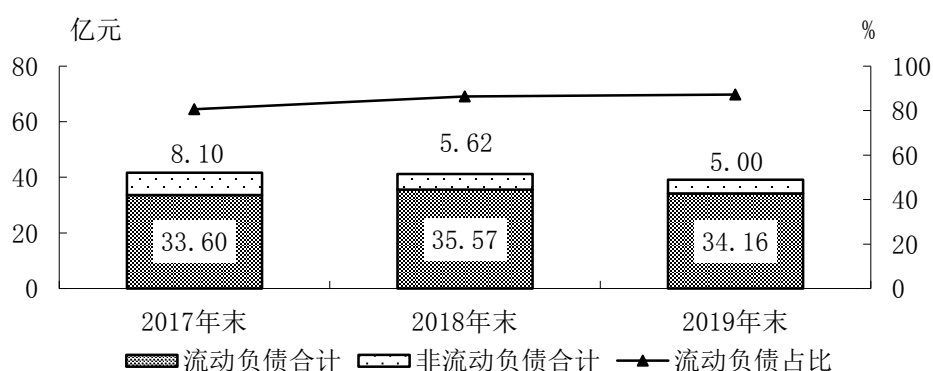
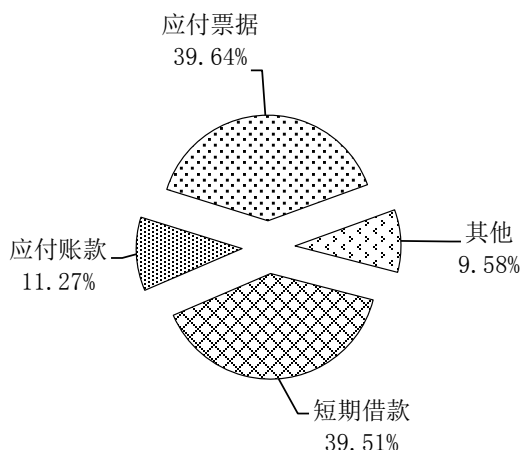


图 5 2017~2019 年末公司负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据和应付账款等构成。2019 年末，公司短期借款 13.50 亿元，同比增长 15.12%，主要是抵押借款和保证借款增加所致，其中保证借款、抵押借款和信用借款分别为 6.32 亿元、4.18 亿元和 2.91 亿元；应付票据 13.54 亿元，同比下降 22.36%，全部为银行承兑汇票；应付账款 3.85 亿元，同比增长 14.68%，主要是支付的货款、材料款增加所致；其他应付款 1.11 亿元，同比增长 66.05%，主要是应付滨州市豪得虹工程有限公司和山东博泰建工有限公司的工程款、设备款较多所致。


**图 6 截至 2019 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、递延收益和长期借款等构成。2019 年末，公司应付债券仍为 3.30 亿元，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 0.82 亿元，同比下降 17.79%，主要是应付设备融资租赁款减少所致；递延收益 0.46 亿元，同比下降 7.91%，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；长期借款 0.30 亿元，同比下降 53.85%，主要是偿还工行长期借款的本金所致。

2019 年末，公司资产负债率和债务资本比率均持续下降，分别为 39.12% 和 33.86%；流动比率和速动比率分别为 1.37 倍和 1.03 倍，同比均有所提升，流动资产对流动负债的保障程度仍较好。

2019 年末，公司总有息债务规模略有下降，仍以短期有息债务为主，短期偿付压力很大。

2019 年末，公司总有息债务为 32.02 亿元，同比略有下降，仍以短期有息债务为主；总有息债务在总负债中的占比下降至 81.77%，其中短期有息债务为 27.60 亿元，在总有息债务的占比提升至 86.21%，占比仍很高。

**表 15 2017~2019 年末公司有息债务情况（单位：亿元、%）**

项目	2019 年末	2018 年末	2017 年末
短期有息债务	27.60	29.77	27.25
长期有息债务	4.42	4.94	7.30
<b>总有息债务</b>	<b>32.02</b>	<b>34.71</b>	<b>34.55</b>
短期有息债务占比	86.21	85.76	78.87
总有息债务在总负债中占比	81.77	84.27	82.83

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 2019 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 86.21%，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 2019 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	27.60	0.49	3.54	0.12	0.09	0.18	32.02
占比	86.21	1.54	11.05	0.37	0.27	0.55	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 2020 年第一季度和第二季度到期，分别为 10.43 亿元和 8.80 亿元，公司仍面临很大的短期偿付压力；长期有息债务规模较小，主要集中在 2~3 年到期。

**表 17 截至 2019 年末公司短期有息债务期限结构（单位：万元、%）**

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
2020 年一季度	42,376	61,400	543	104,319	37.79
2020 年二季度	46,322	41,180	543	88,046	31.89
2020 年三季度	19,360	13,440	4,043	36,843	13.35
2020 年四季度	26,900	19,400	542	46,842	16.97
合计	134,959	135,420	5,671	276,050	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 2019 年末，公司对外担保余额 3.20 亿元，担保比率为 5.25%。公司提供了被担保企业 2019 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。

2019 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仍较大，公司权益分派或对所有者权益稳定性产生一定影响。

2019 年末，公司所有者权益 60.95 亿元，同比增长 15.53%，其中股本仍为 2.00 亿元；资本公积仍为 6.73 亿元；未分配利润 48.26 亿元，同比增长 18.83%，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仍较大，2019 年末未分配利润占所有者权益的比重增长至 79.19%，公司权益分派或对所有者权益稳定性产生一定影响。

公司盈利对利息的保障程度仍较好；流动性还本付息能力较好；清偿性还本付息能力一般。

2019 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 6.78 倍，同比略有下降，但对利息的保障程度仍处于较好水平。

2019 年，公司营业收入和毛利润均继续增长，整体盈利能力较好，同时，





经营性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为充足。整体来看，公司流动性还本付息能力较好。

公司清偿性偿债来源以机器设备为主的固定资产、货币资金和存货为主。2019 年，公司资产规模持续增长，流动比率和速动比率分别为 1.37 倍和 1.03 倍，覆盖程度一般；有息债务规模占总负债的比重有所下降，资产负债率和债务资本比率分别为 39.12%和 34.44%，同比均有所下降。整体来看，公司清偿性还本付息能力一般。

## 偿债能力

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。2019 年以来，受益于主业的持续发展，营业收入和毛利润均持续增长，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；但受限货币资金规模较大，一定程度上减弱公司资产流动性；有息债务规模始终以短期有息债务为主，仍存在很大的短期偿付压力，但公司盈利能力持续增强，对利息的保障程度仍较好。

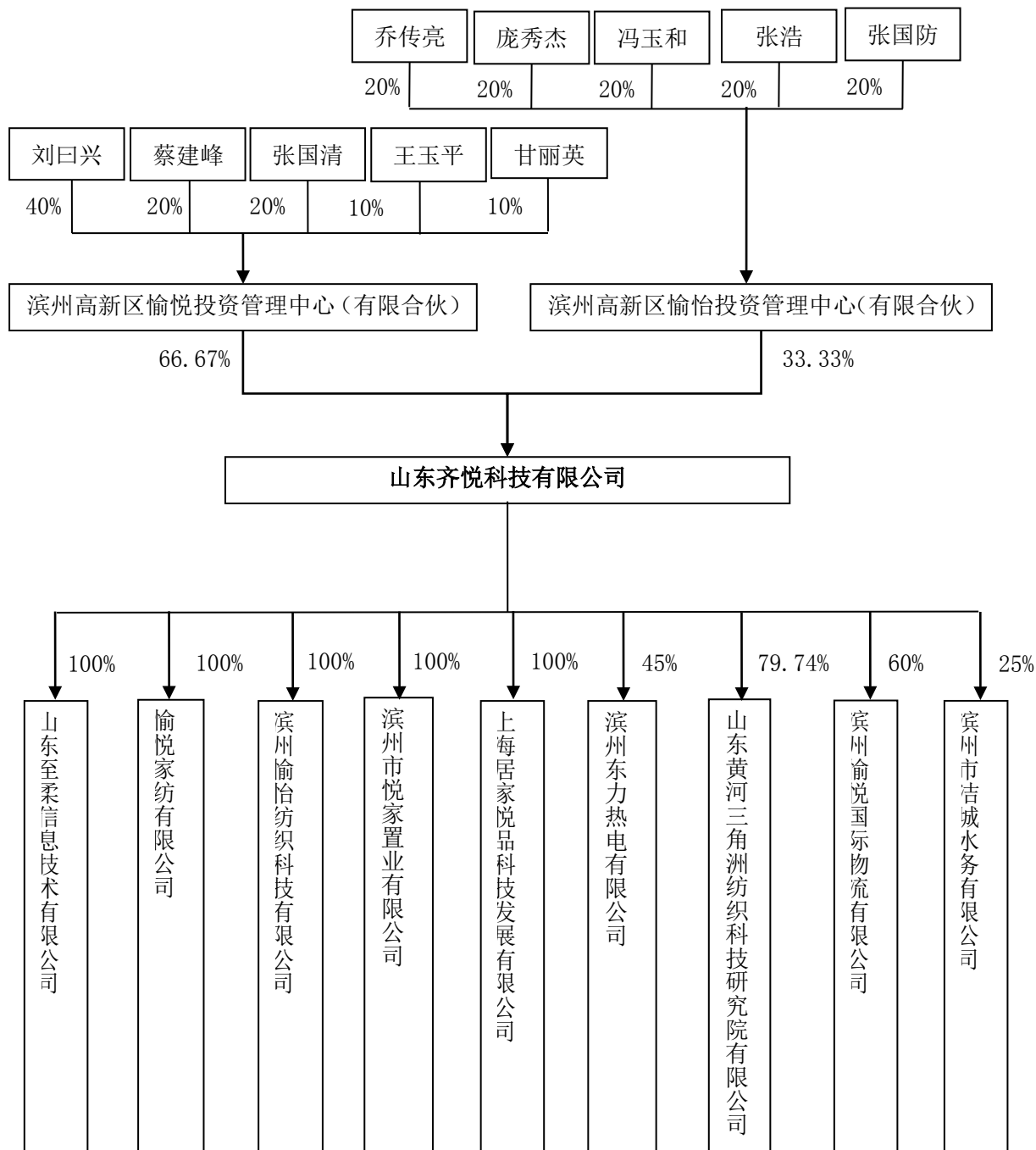
综合来看，公司的抗风险能力很强，偿债能力很强。

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。



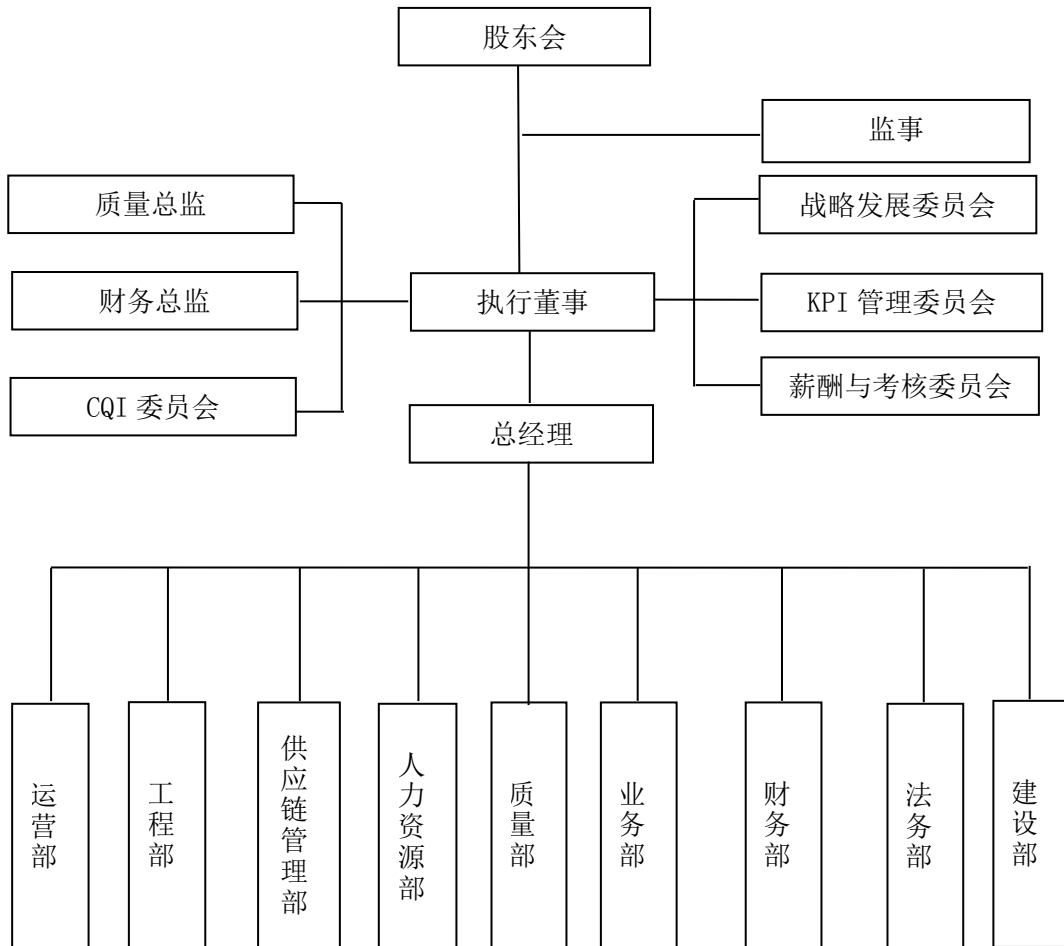
## 附件 1 公司治理

### 1-1 截至 2019 年末山东齐悦科技有限公司股权结构图





### 1-2 截至 2019 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 2019 年末山东齐悦科技有限公司对外担保情况

截至 2019 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	2,000	2019.08.13~2020.08.13	是	否	否
		2,000	2019.08.08~2020.08.08			否
华纺股份有限公司 <sup>8</sup>	保证	3,000	2019.06.06~2020.06.05	是	否	否
		1,250	2019.06.10~2020.06.09			否
		750	2019.03.15~2020.03.14			否
		2,000	2019.06.14~2020.06.12			否
		3,000	2019.11.15~2020.11.15			否
		1,500	2019.07.23~2020.07.23			否
		1,500	2019.09.11~2020.03.11			否
		1,500	2019.04.25~2020.04.25			否
		1,000	2019.04.18~2020.04.18			否
		2,500	2019.05.08~2020.05.08			否
		4,000	2019.09.10~2020.09.09			否
		2,000	2019.01.03~2020.01.03			否
		4,000	2019.01.08~2020.01.08			否
合计	-	32,000	-	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 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
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
2019 年					
山东滨州交运集团有限责任公司	18.05	45.15	9.86	0.61	0.35
华纺股份有限公司	34.43	57.01	30.83	0.11	0.17

数据来源：根据公司提供资料整理

<sup>8</sup> 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	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
<b>资产类</b>			
货币资金	141,486	165,179	136,475
应收账款	107,112	94,402	94,818
其他应收款	28,656	28,819	29,303
预付款项	44,048	38,125	33,469
存货	117,333	113,779	98,908
流动资产合计	468,315	445,450	402,607
可供出售金融资产	1,600	1,500	1,500
长期股权投资	15,713	12,980	9,576
投资性房地产	1,690	1,759	1,828
固定资产	373,839	308,668	297,683
在建工程	20,181	43,379	36,107
无形资产	102,675	109,127	111,962
递延所得税资产	2,606	3,261	2,179
非流动资产合计	532,735	493,968	465,287
<b>总资产</b>	<b>1,001,051</b>	<b>939,418</b>	<b>867,895</b>
<b>占资产总额比 (%)</b>			
货币资金	14.13	17.58	15.72
应收账款	11.30	10.07	10.93
其他应收款	2.86	3.07	3.38
预付款项	4.40	4.06	3.86
存货	11.72	12.11	11.40
流动资产合计	46.78	47.42	46.39
可供出售金融资产	0.16	0.16	0.17
长期股权投资	1.57	1.38	1.10
投资性房地产	0.17	0.19	0.21
固定资产	37.34	32.86	34.30
在建工程	2.02	4.62	4.16
无形资产	10.26	11.62	12.90
递延所得税资产	0.26	0.35	0.25
非流动资产合计	53.22	52.58	53.61





## 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	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
<b>负债类</b>			
短期借款	134,959	117,229	116,423
应付票据	135,420	174,410	126,000
应付账款	38,499	33,570	29,622
预收款项	7,177	7,959	5,396
其他应付款	11,056	6,658	14,203
一年内到期的非流动负债	5,671	6,015	15,061
流动负债合计	341,608	355,712	336,040
长期借款	3,000	6,500	33,767
应付债券	33,000	33,000	33,000
递延所得税负债	1,211	1,740	2,269
非流动负债合计	49,964	56,153	81,048
<b>负债合计</b>	<b>391,572</b>	<b>411,865</b>	<b>417,087</b>
<b>占负债总额比 (%)</b>			
短期借款	34.47	28.46	27.91
应付票据	34.58	42.35	30.21
应付账款	9.83	8.15	7.10
预收款项	1.83	1.93	1.29
其他应付款	2.82	1.62	3.41
一年内到期的非流动负债	1.45	1.46	3.61
流动负债合计	87.24	86.37	80.57
长期借款	0.77	1.58	8.10
应付债券	8.43	8.01	7.91
递延所得税负债	0.31	0.42	0.54
非流动负债合计	12.76	13.63	19.43
<b>权益类</b>			
实收资本（股本）	20,000	20,000	20,000
资本公积	67,268	67,268	67,268
盈余公积	180	122	68
未分配利润	482,644	406,154	334,732
归属于母公司所有者权益	570,094	493,545	422,067
少数股东权益	39,385	34,008	28,740
<b>所有者权益合计</b>	<b>609,479</b>	<b>527,554</b>	<b>450,807</b>



## 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	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
<b>损益类</b>			
营业收入	1,086,986	1,003,518	934,530
营业成本	901,994	832,647	788,000
销售费用	9,928	8,889	7,505
管理费用	16,668	13,237	11,058
财务费用	18,609	17,860	16,456
研发费用	29,156	23,062	15,712
营业利润	105,660	100,347	91,722
利润总额	107,531	102,345	93,157
所得税费用	25,610	25,600	24,744
净利润	81,921	76,744	68,414
归属于母公司所有者的净利润	76,548	71,476	65,199
少数股东损益	5,373	5,268	3,214
<b>占营业收入比 (%)</b>			
营业成本	82.98	82.97	84.32
销售费用	0.91	0.89	0.80
管理费用	1.53	1.32	1.18
财务费用	1.71	1.78	1.76
研发费用	2.68	2.30	1.68
营业利润	9.72	10.00	9.81
利润总额	9.89	10.20	9.97
所得税费用	2.36	2.55	2.65
净利润	7.54	7.65	7.32
归属于母公司所有者的净利润	7.04	7.12	6.98
少数股东损益	0.49	0.52	0.34
<b>现金流量表</b>			
经营活动产生的现金流量净额	101,280	97,156	88,747
投资活动产生的现金流量净额	-79,749	-36,410	-87,494
筹资活动产生的现金流量净额	-15,340	-66,713	22,842



## 3-4 山东齐悦科技有限公司（合并）主要财务指标

项目	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
<b>主要财务指标</b>			
EBIT (万元)	130,261	120,027	107,089
EBITDA (万元)	154,040	144,073	126,216
总有息债务 (万元)	320,205	347,075	345,467
毛利率 (%)	17.02	17.03	15.68
营业利润率 (%)	9.72	10.00	9.81
总资产报酬率 (%)	13.01	12.78	12.34
净资产收益率 (%)	13.44	14.55	15.18
资产负债率 (%)	39.12	43.84	48.06
债务资本比率 (%)	34.44	39.68	43.39
长期资产适合率 (%)	123.78	118.17	114.31
流动比率 (倍)	1.37	1.25	1.20
速动比率 (倍)	1.03	0.93	0.90
保守速动比率 (倍)	0.43	0.47	0.41
存货周转天数 (天)	46.12	45.98	44.47
应收账款周转天数 (天)	33.37	33.94	31.12
经营性净现金流/流动负债 (%)	29.05	28.09	27.58
经营性净现金流/总负债 (%)	25.21	23.44	23.03
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	4.46	5.49	6.37
EBIT 利息保障倍数 (倍)	5.73	6.79	7.69
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	6.78	8.15	9.06
现金比率 (%)	41.42	46.44	40.61
现金回笼率 (%)	110.96	116.40	113.12
担保比率 (%)	5.25	6.63	7.61



## 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 =  $\text{净利润} - \text{公允价值变动收益} - \text{投资收益} - \text{汇兑收益} - \text{资产处置收益} - \text{其他收益} - (\text{营业外收入} - \text{营业外支出})$
23. 可变现资产 =  $\text{总资产} - \text{在建工程} - \text{开发支出} - \text{商誉} - \text{长期待摊费用} - \text{递延所得税资产}$



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. 长期资产适合率（%）=（所有者权益 + 非流动负债）/ 非流动资产 × 100%





## 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。