



2022年芜湖富春染织股份有限公司公开发 行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。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证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2022年芜湖富春染织股份有限公司公开发行 可转换公司债券2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
富春转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持芜湖富春染织股份有限公司（以下简称“富春染织”或“公司”，股票代码：605189.SH）的主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定；维持“富春转债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为AA-。
- 该评级结果是考虑到公司产能继续提升，收入持续增长，现金生成能力仍较强，控股股东提供的股份质押担保仍能为本期债券偿付提供一定保障；同时也关注到公司面临较大的资金支出压力，成本管控压力加大，以及需关注公司新增产能的消化风险等风险因素。

未来展望

- 公司是国内领先的色纱生产企业之一，随着在建建项目的逐步建成投产，公司产能将进一步扩大，将支撑公司营收增长，同时有助于优化生产工序，丰富公司产品类型。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年7月28日

联系方式

项目负责人：胡长森
huchs@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	21.16	21.13	12.81	10.92
归母所有者权益	15.23	14.97	7.81	6.86
总债务	2.99	2.99	1.75	1.49
营业收入	4.74	21.75	15.15	13.98
净利润	0.26	2.33	1.13	0.91
经营活动现金流净额	-0.82	0.65	3.08	0.87
销售毛利率	14.58%	18.54%	15.25%	15.55%
EBITDA 利润率	--	14.72%	12.21%	10.87%
总资产回报率	--	15.96%	11.25%	10.08%
资产负债率	28.00%	29.12%	39.01%	37.22%
净债务/EBITDA	--	-1.32	-0.32	0.08
EBITDA 利息保障倍数	--	137.62	69.08	40.84
总债务/总资本	16.41%	16.65%	18.34%	17.88%
FFO/净债务	--	-59.71%	-229.14%	844.10%
速动比率	1.92	1.91	0.89	0.87
现金短期债务比	2.65	2.87	1.77	1.60

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司产能继续提升，在建拟建项目的推进将支撑公司营收增长。**2021 年公司产能提升，产能利用率和产销率表现仍较好，且公司正在推进年产 3 万吨高品质筒子纱生产线建设项目和本期债券募投项目建设，同时拟建年产 3 万吨纤维染色建设项目和年产 6 万吨高品质筒子纱染色建设项目，随着各项项目的逐步建成投产，公司产能将进一步扩大。
- **公司现金生成能力仍较强。**得益于营业收入和利润的大幅增长，2021 年公司 EBITDA 和 FFO 分别增至 3.20 亿元和 2.53 亿元。
- **控股股东提供的股份质押担保仍能为本期债券偿付提供一定保障。**公司控股股东何培富先生将其持有的 4,170.74 万股公司股票用于为本期债券提供担保，为本期债券的偿付提供了一定保障。

关注

- **公司面临较大的资金支出压力。**公司主要在建拟建项目尚需投资规模较大，且受预付的胚纱采购款增加以及库存商品备货量增加影响，公司经营活动现金流净额大幅下降。
- **公司成本管控压力加大。**2021 年以来，上游棉花价格大幅上涨导致公司胚纱采购均价持续上升，2022 年 1-3 月公司销售毛利率下降，营业利润和净利润同比有所下滑。
- **需关注公司新增产能的消化风险。**棉纱印染行业的下游需求主要取决于纺织服装行业的景气度，当前国内疫情反复，下游纺织服装行业需求增长承压，行业内产成品库存增加，公司新增产能存在消化风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	较小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	3		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-2
	业务多样性	1		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		很小
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0



公司主体信用等级

AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-12-22	胡长森、郑丽芬	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
富春转债	5.70	5.70	2021-12-22	2028-06-22

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年6月发行6年期5.70亿元可转换公司债券，募集资金原计划扣除发行费用后，全部用于智能化精密纺纱项目（一期）项目。截至2022年6月29日，本期债券募集资金专项账户余额为5.65亿元。

三、发行主体概况

2021年9月以来，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本仍为1.25亿元，实际控制人为何培富先生、何璧颖女士、何壁宇女士和俞世奇先生，合计控制公司61.64%股权，何培富先生为公司的第一大股东，直接持有公司45.13%股权；何璧颖女士和何壁宇女士均为何培富先生之女，分别直接持有公司5.64%股权；俞世奇先生（与何璧颖女士系夫妻关系）通过芜湖富春创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“富春投资”）间接控制公司5.23%股权，富春投资为公司的员工持股平台。截至2022年6月24日，公司4个实际控制人合计质押公司股份5,150.74万股，占其持股总数的73.16%，占公司总股本的41.27%，其中何培富先生质押数量为4,170.74万股，系为本期债券提供质押担保而出质的股份。

根据公司于2022年7月23日发布的《关于董事会、监事会完成换届选举及聘任高级管理人员、证券事务代表的公告》，公司其中1名董事由俞关标先生更换为孙程先生，同时独立董事更换为王文兵先生、魏利胜先生和万尚庆先生；公司监事会成员和高级管理人员未发生变化，但监事会主席由王笑晗先生更换为陈家霞女士。

公司是国内领先的色纱生产企业之一，主营业务为色纱的研发、生产和销售，拥有自主品牌“天外天”，以及涵盖600余种色彩的富春标准色卡，2021年公司新增3家合并子公司，2022年1-3月，公司新增1家合并子公司，截至2022年3月末，纳入公司合并范围的子公司有5家。

表1 公司新纳入合并报表范围子公司情况

合并时间	子公司名称	持股比例	主营业务
2021年	诸暨富春染织科技有限公司	100.00%	供应链管理服务等
2021年	安徽富春纺织有限公司	100.00%	纺纱加工；面料纺织加工等
2021年	湖北富春染织有限公司	100.00%	纺纱加工；面料纺织加工等
2022年1-3月	安徽富春色纺有限公司	100.00%	纺纱加工；面料纺织加工等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策

加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业及区域经济环境

棉花价格高位震荡，短期内或将压缩行业内企业的利润空间

公司所处行业为棉印染精加工，在棉纱印染行业中，棉纱是主要原材料，棉纱是棉纤维经纺纱工艺加工而成的纱，经过染色、织造等工序后成为布匹或服装，而棉纱的价格主要受上游棉花产量和价格的影响，棉纱印染行业的下游需求则主要取决于纺织服装行业的景气度。

棉花价格高位震荡。国际棉价一方面受俄乌冲突导致石油和粮食价格涨幅巨大，带动棉价上涨；另一方面受印度棉花产量下调、美棉销售好于预期等因素影响，引发市场对供给端的担忧，从而推高了国际棉价。在外棉价格上涨带动下，国内棉花价格稳居高位，2022年4月29日国棉328指数为2.24万元/吨，同比增长达40%。预计未来国内受疫情影响，纺织下游出口较好但内销承压，纺织品库存偏高，棉花消费低于预期，国内棉价缺乏继续上涨动力，或面临小幅调整压力。

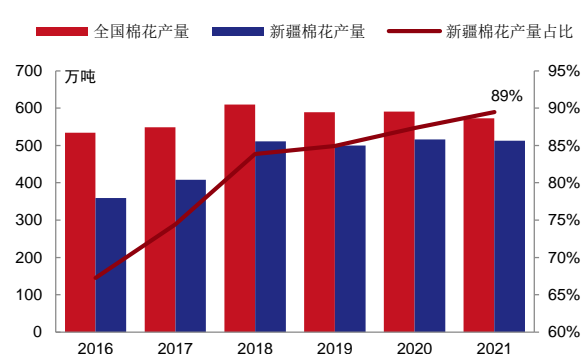
新疆是我国棉花的主产区，2021年全国棉花产量为573.1万吨，其中新疆棉花产量512.9万吨，占全国的89%。2021年12月美国总统拜登签署法案进一步限制美国进口新疆棉及相关产品，该因素对国内棉价影响较小，一方面新疆棉花主要供应国内消费，出口依赖性较小；另一方面作为全球最大的纺织生产国，中国众多棉制品出口至世界各国，全面禁止使用新疆棉及制品不具备现实可能性。

图 1 棉花价格回升至历史较高水平



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 2 新疆是我国棉花的主产区



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

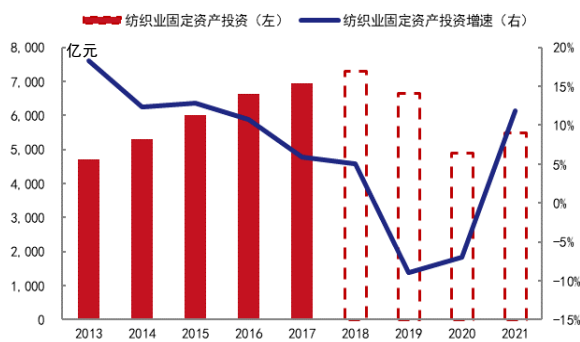
纺织企业持续深化转型升级，积极扩大技术改造升级、区域布局调整等领域的有效投资，全行业投资增势良好；疫情管控趋严物流滞后，产成品库存增加

自2016年开始，行业固定资产投资增速明显下滑，国内劳动密集型行业比较优势逐步收窄，产能扩张意愿不强。虽然面临较为严峻的市场环境，但在国家稳增长、保市场主体、加大纾困力度等政策支持下，2021年纺织企业持续深化转型升级，积极扩大技术改造升级、节能降碳、区域布局调整等领域的有

效投资，全行业投资增势良好。根据国家统计局数据，2021年我国纺织业固定资产投资完成额同比增长11.9%，增速较上年同期回升18.8个百分点。其中，纺织业和化纤业龙头骨干企业积极围绕技术装备升级、延伸产业链条和区域布局调整积极开展投资活动，投资额两年平均增速分别为2.1%和3.1%，投资规模已超过疫情前水平。

疫情管控趋严物流滞后，产成品库存增加。截至2022年3月末，纺织业产成品存货规模1,781亿元，同比增长18%；服装产成品存货规模为940亿元，同比增长15%。

图 3 纺织业固定资产投资增速转正¹



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 4 纺织业产成品库存增速大幅上行

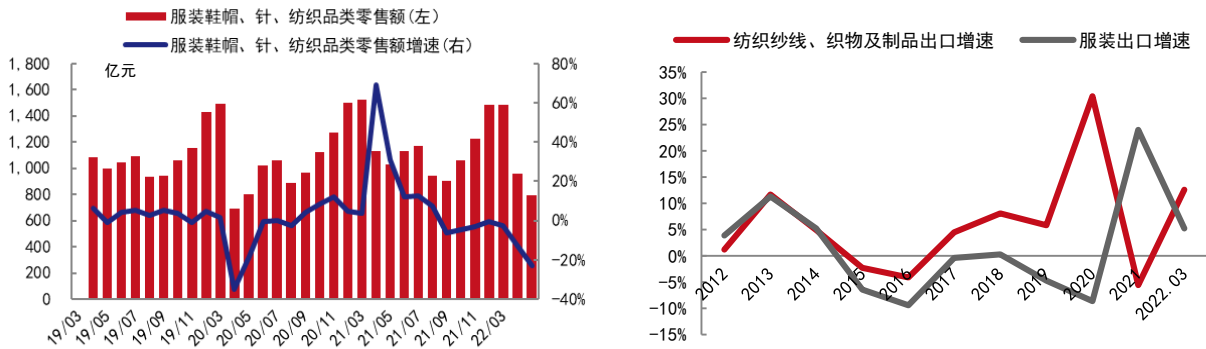


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

国内服装零售增速短期压力仍较大，仍有部分海外订单回流国内，出口保持较好水平

国内服装零售增速短期压力仍较大，未来需进一步关注疫情防控和消费需求恢复进度。2021年上半年社会消费品零售总额呈现高增长。2021年三季度以来，在宏观经济增速放缓、国内疫情反复的影响下，社零总体增速呈现收窄趋势，整体消费大环境较为疲软。在此背景下，2021年我国服装、鞋帽及针纺织品零售额同比增长12.7%，略高于社零总体增速水平(12.5%)。2022年3月以来全国疫情呈多点散发趋势，线下客流和整体消费信心均受到不利影响，4月单月服装鞋帽零售额同比下滑22.8%。由于4月以来疫情未见明显好转，且影响时间更长，预计服装及纺织品零售额增速短期压力仍较大，未来需进一步关注疫情防控和消费需求恢复进度。

¹ 2018-2021年未能取得固定资产投资绝对值的统计数据，图中为以增长率推测的数据，用虚线表示。

图5 国内服装鞋帽、针纺织品零售短期压力较大 **图6 纺织品及服装出口增速有所波动**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

受世界经济逐步复苏带动市场回暖、出口订单回流带动采购需求等因素影响，2021年我国纺织行业出口实现较快增长。2021年我国纺织品服装出口总额3,154.6亿美元，增长8.3%，增速超过疫情前水平，其中服装出口形势明显回暖，全年出口额1,702.6亿美元，增长24%，为2015年以来的最好水平，对行业出口增长的支撑作用突出；纺织品出口额1,452亿美元，同比下降5.6%，主要是口罩、防护服出口同比显著下降，降幅达76.1%。2022年一季度，纺织品出口365.7亿美元，增长12.6%；服装出口356.8亿美元，增长5.2%，均保持正增长。《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）生效实施对我国纺织产业出口形成一定提振，一季度我国对RCEP其他14个成员国纺织品服装出口额共计214亿美元，同比增长12.3%，占同期我国纺织品服装出口总额的29.6%。

五、经营与竞争

公司主营业务为色纱的研发、生产和销售，营业收入仍主要由色纱销售、贸易纱和受托加工费构成，2021年同比增长43.57%，其中色纱销售收入同比增长43.29%，收入占比为89.74%。从产品销售区域上看，以内销为主，2021年主营业务收入中内销收入占比为99.66%。

毛利率方面，由于收入占比较高的色纱毛利率有所提升，2021年公司销售毛利率同比提升3.29个百分点，但2022年1-3月回落至14.58%，主要系上游棉花价格涨幅较大使得胚纱采购均价上升所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
色纱	42,804.91	14.23%	195,202.68	18.72%	136,232.13	15.46%
贸易纱	3,037.40	6.71%	16,304.75	7.66%	11,424.92	4.17%
受托加工费	1,299.15	26.21%	5,131.33	35.00%	3,368.87	33.19%
主营业务	47,141.46	14.08%	216,638.76	18.27%	151,025.92	15.01%
其他业务	278.08	99.21%	870.73	83.86%	475.37	91.47%

合计	47,419.55	14.58%	217,509.50	18.54%	151,501.28	15.25%
----	-----------	--------	------------	--------	------------	--------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司产能提升，产销率有所下降，但仍表现较好；棉花价格上涨导致公司胚纱采购均价持续提升，公司成本管控压力增加；公司采购集中度仍较高，客户类型由袜子类生产企业向化纤纺织类企业拓展

公司产品以色纱为主，即将胚纱经过染整加工后，络成适合袜机、圆纬机、横机、梭织机等纺织机械使用的筒形纱线，然后再应用于纺织服装领域。公司从事色纱生产的时间较早，但该行业技术门槛不高，市场竞争压力较大，且客户对色卡的需求具有多样性，以及染整行业环保要求较高，因此近年公司持续保持一定规模的研发投入，用于提高技术工艺、开发新产品，2021年公司研发投入为7,002.07万元，占营业收入的比重为3.22%。

产能及产量方面，2021年公司对原有生产线进行更新改造（即年产3万吨高品质筒子纱生产线建设项目），产能提升至6.60万吨/年，近年公司均处于满负荷生产状态，产销率有所下降，但仍表现较好。销售均价方面，2021年公司色纱销售均价为3.26万元/吨，同比增长较多；2022年1-3月，销售均价继续增至3.43万元/吨。

表3 公司产销平衡情况（单位：吨、吨/年、万元/吨）

项目	2022年1-3月	2021年	2020年
产能	-	66,000.00	54,000.00
生产数量	14,511.00	66,122.75	54,854.34
销售数量	13,369.00	64,792.85	55,185.69
产能利用率	-	100.19%	101.58%
产销率	92.13%	97.99%	100.60%
销售均价	3.30	3.09	2.53

注：销售均价=（色纱销售收入+受托加工费收入）/销售数量

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司执行“仓储式生产为主，订单式生产为辅”的生产模式，其中仓储式生产主要依托于富春标准色卡，该色卡目前包含600余种颜色，公司根据历史订单情况，结合市场未来需求，给各种不同颜色的色纱安排不同的生产计划，并形成一定库存，客户根据自身需要下单，这类方式便于规模化生产，有利于节约成本，同时提高发货效率。销售模式上，公司以“天外天”品牌直接面向客户进行销售，公司一般与客户先行签订产品销售的框架协议，约定产品质量标准、交货方式、结算方式和合同有效期限等条款，客户在具有实际采购需求时参照公司发布的价格单，向公司销售部门询价后发出订单，并在订单中约定具体产品规格、数量、价格、货期等信息，目前大部分客户通过富春标准色卡选色下单并支付预付款。

采购模式上，公司采购总体遵循“以产定购+合理库存”的原则，由采购部门结合生产部门的生产

计划、现有库存数量以及采购周期等因素制定采购计划，对于市场紧俏或者预期采购成本会上涨的原材料，公司会择机适当增加库存备货。公司上游主要原材料包括胚纱、染料和助剂，其中胚纱是最主要的采购品种。采购来源上，公司会根据市场情况，在国内外市场上采购胚纱，2021年国内胚纱采购占比为68.74%。采购驱动因素上，公司主要根据客户色纱订单数量，来安排胚纱的采购；此外，部分客户为锁定采购价格，提前预付胚纱采购款，公司根据客户要求安排采购。2021年棉花价格大幅上涨导致胚纱采购均价上升；2022年1-3月公司胚纱采购均价继续提升，公司成本管控压力增加。本期债券募投项目主要产品为胚纱，待募投项目建成投产以后，公司采购胚纱数量将减少，同时增加棉花的采购量，该项目是公司现有业务向上游产业链的延伸，有利于优化生产工序，同时保障原材料质量。由于生产色纱的细分品种有变化，公司染料采购均价波动较大，助剂采购均价稳中有升。

表4 公司主要原材料采购情况（单位：吨、万元、万元/吨）

项目	2021年1-3月			2021年			2020年		
	采购数量	采购金额	平均采购均价	采购数量	采购金额	平均采购均价	采购数量	采购金额	平均采购均价
胚纱	12,788.16	32,101.61	2.51	61,792.46	138,417.92	2.24	51,432.67	88,359.74	1.72
染料	352.96	1,224.55	3.47	2,673.99	5,189.38	1.94	3,583.57	9,702.46	2.71
助剂	7,544.96	1,811.97	0.24	43,210.30	7,346.97	0.17	31,830.99	5,530.51	0.17
合计		35,138.13			150,954.27			103,592.71	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从上下游关系来看，2021年公司前五大客户销售金额占比和前五大供应商采购金额占比分别为13.42%和27.88%，公司采购和销售集中度有所下降，但采购集中度仍较高，第一大供应商仍为河南新野纺织股份有限公司。客户类型上，仍以袜子类生产企业为主，但对浙江万色化纤有限公司、浙江圣邦化纤针织有限公司等化纤纺织类企业的销售占比有所增加。

表5 公司前五大供应商和客户情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占比	客户名称	销售金额	占比
2022年1-3月	供应商 A	4,662.60	12.57%	客户 A	1,285.49	2.73%
	供应商 B	3,964.11	10.69%	客户 B	1,021.98	2.17%
	供应商 C	1,183.87	3.19%	客户 C	1,014.57	2.15%
	供应商 D	1,140.83	3.08%	客户 D	942.83	2.00%
	供应商 E	1,121.85	3.02%	客户 E	826.58	1.75%
	合计	12,073.26	32.55%	合计	5,091.45	10.80%
2021年	供应商 A	15,262.48	9.60%	客户 A	9,020.97	4.15%
	供应商 B	8,421.80	5.30%	客户 B	6,707.79	3.08%
	供应商 C	8,226.49	5.17%	客户 C	4,741.42	2.18%
	供应商 D	6,500.08	4.09%	客户 D	4,441.50	2.04%
	供应商 E	5,908.41	3.72%	客户 E	4,288.76	1.97%
	合计	44,319.26	27.88%	合计	29,200.44	13.42%

2020年	供应商 A	21,093.42	19.27%	客户 A	4,806.30	3.17%
	供应商 B	10,378.85	9.48%	客户 B	4,757.37	3.14%
	供应商 C	7,148.52	6.53%	客户 C	3,881.06	2.56%
	供应商 D	5,842.28	5.34%	客户 D	3,718.45	2.45%
	供应商 E	5,201.68	4.75%	客户 E	3,498.33	2.31%
	合计	49,664.75	45.37%	合计	20,661.51	13.64%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要在建拟建项目投资规模较大，将支撑公司营收增长，但也面临较大的项目建设资金压力，且需关注新增产能的消化风险

截至2022年3月末，公司在建项目为年产3万吨高品质筒子纱生产线建设项目（IPO募投项目）和智能化精密纺纱项目（一期）（本期债券募投项目），拟建项目包括年产3万吨纤维染色建设项目和年产6万吨高品质筒子纱染色建设项目，上述项目合计尚需投资规模仍较大，IPO募集资金和本期债券募集资金可提供部分项目建设资金，但仍存在一定缺口，公司项目建设资金压力较大。随着各项目的逐步建成投产，公司产能将进一步扩大，为公司收入增长提供支撑；同时，有助于优化生产工序，丰富公司产品类型。但国内疫情反复，下游纺织服装行业需求增长承压，行业内产成品库存增加，因此需持续关注新建项目投产后的产能消化风险。

表6 截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

指标名称	预计总投资	累计已投资	建设地点	项目状态
年产 3 万吨高品质筒子纱生产线建设项目	39,763.99	32,107.57	芜湖	在建
智能化精密纺纱项目（一期）	104,185.00	3,479.40	芜湖	在建
年产 3 万吨纤维染色建设项目	50,000.00	-	芜湖	拟建
年产 6 万吨高品质筒子纱染色建设项目	75,000.00	-	荆州	拟建
合计	268,948.99	-	-	-

注：智能化精密纺纱项目（一期）已投资为 2022 年 6 月末数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制，公司合并报表范围变化情况参见表 1。

资产结构与质量

由于公司上市以及业务规模的持续扩大，公司资产规模实现较快增长，目前现金类资产较为充足，

但存货和预付款项增长较快，存货面临跌价风险

由于公司上市及业务规模的增长，公司资产实现较快增长，2022年3月末公司总资产为21.16亿元，同比增长64.96%，其中流动资产占比65.20%。

截至2022年3月末，公司货币资金为5.96亿元，其中受限金额1.09亿元；同比增加主要系收到IPO募集资金所致。交易性金融资产系公司用闲置资金购买的理财产品，2022年3月末为0.99亿元。2021年末，公司预付款项大幅增至1.50亿元，主要系向河南新野纺织股份有限公司预付较多胚纱采购款，目的是为了提前锁定色纱生产成本。截至2021年末，公司存货账面价值为4.18亿元，仍主要由原材料和库存商品构成；同比增加42.74%，主要系上游原材料价格上涨以及备货量增加所致；2021年末公司累计计提存货跌价准备823.22万元，需关注存货跌价风险。2021年末公司其他流动资产中0.50亿元为购买的理财产品。整体来看，公司现金类资产较为充足。

公司固定资产主要由办公楼、厂房、仓库以及生产设备等构成，2021年末为5.37亿元，同比增长13.52%，主要系年产3万吨高品质筒子纱生产线建设项目部分转固以及新增的机器设备等。2021年末公司在建工程中0.46亿元为年产3万吨高品质筒子纱生产线建设项目。2021年末公司无形资产同比增长48.68%，主要系本期债券募投项目购买土地所致。

截至2022年3月末，公司使用受限的货币资金、固定资产以及无形资产账面价值合计2.18亿元，占总资产的比重为10.33%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.96	28.17%	6.42	30.40%	2.65	20.72%
交易性金融资产	0.99	4.67%	0.64	3.03%	0.00	0.00%
预付款项	1.55	7.34%	1.50	7.10%	0.47	3.67%
存货	4.65	21.97%	4.18	19.79%	2.93	22.87%
其他流动资产	0.02	0.09%	0.57	2.71%	0.10	0.78%
流动资产合计	13.80	65.20%	13.81	65.36%	6.47	50.54%
固定资产	5.16	24.41%	5.37	25.44%	4.73	36.96%
在建工程	0.63	3.00%	0.46	2.19%	0.49	3.80%
无形资产	1.10	5.21%	1.11	5.24%	0.74	5.82%
非流动资产合计	7.36	34.80%	7.32	34.64%	6.33	49.46%
资产总计	21.16	100.00%	21.13	100.00%	12.81	100.00%

资料来源：公司2018-2020年三年连审审计报告、2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

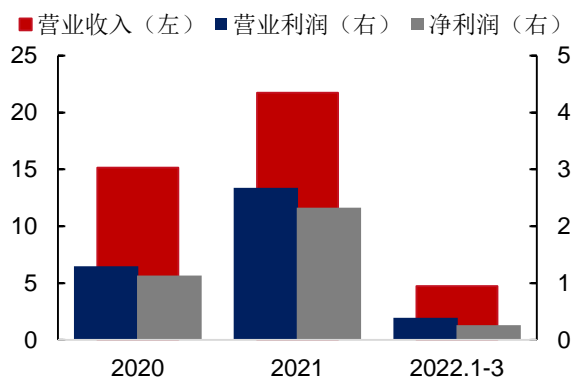
2021年公司收入及利润均大幅增长，但2022年1-3月上游胚纱采购均价提升，下游纺织服装行业需

求增长承压，公司盈利能力下降

受益于下游纺织服装市场行情好转，2021年公司色纱销量和销售收入同比均有所提升，带动公司营业收入和净利润同比分别增长43.57%和105.39%。2021年公司销售毛利率为18.54%，同比上升3.29个百分点。但2022年1-3月，公司上游胚纱采购均价提升，下游纺织服装行业需求增长承压，行业内产成品库存增加，导致公司色纱销售价格涨幅不及主要原材料涨幅，挤压了营业毛利，使得公司营业利润和净利润分别同比下滑13.06%和32.72%。

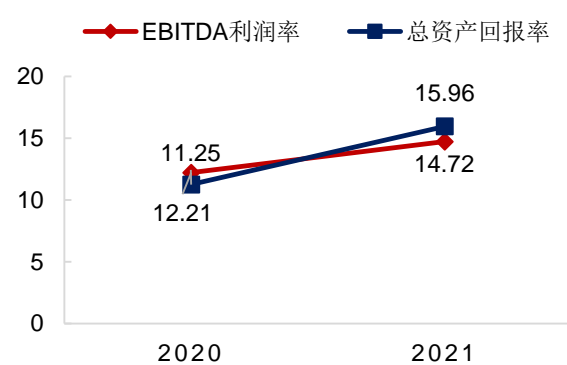
2021年公司EBITDA利润率和总资产回报率同比均有所提升，但受下游纺织服装行业景气度影响，2022年1-3月公司盈利能力下降，后续增长仍承压。

图 7 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



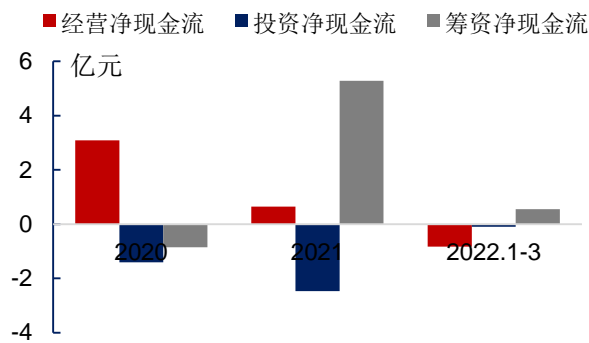
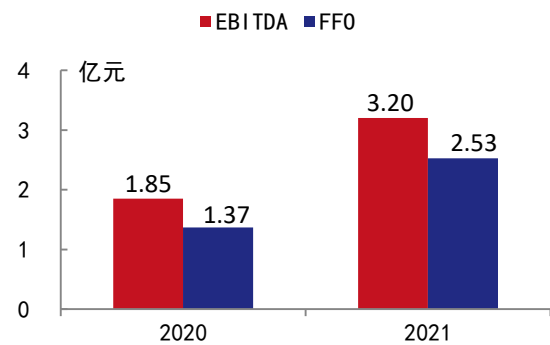
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司EBITDA和FFO均大幅增长，现金生成能力仍较强，但受预付的胚纱采购款增加以及库存商品备货量增加影响，经营活动现金流净额大幅下降

2021年公司经营活动现金流净额同比大幅下降，主要系预付的胚纱采购款增加以及库存商品备货量增加所致。公司投资活动现金流仍为净流出，且净流出金额增加，主要系购买的理财产品增加以及在建项目新增投入所致；主要在建拟建项目尚需投资规模仍较大，公司后续仍将保持较大规模的投资净支出。公司筹资活动现金流转为净流入，且净流入规模较大，主要系IPO募集资金到账所致。

得益于营业收入和利润的增长，2021年公司EBITDA和FFO同比均增加较多，公司现金生成能力较强。

图 9 公司现金流结构

图 10 公司 EBITDA 和 FFO 情况


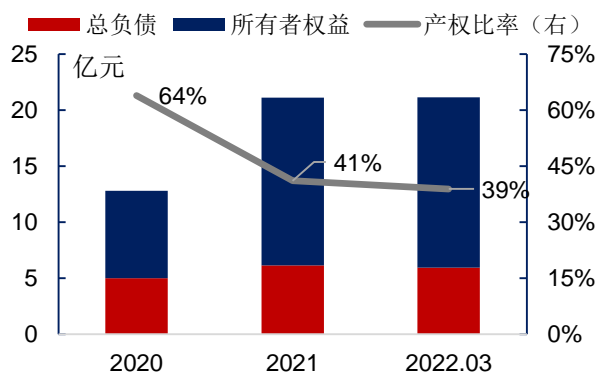
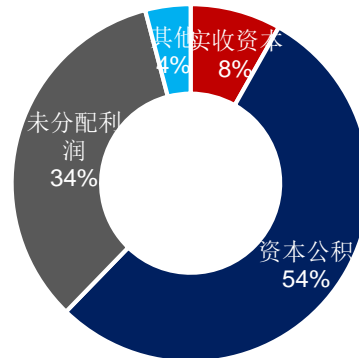
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司现金类资产较为充裕，目前负债率较低，但随着本期债券的发行以及在在建项目的推进，预计债务规模将快速上升

得益于 IPO 募集资金到位及经营利润累积，公司所有者权益规模增长较快，2022 年 3 月末为 15.23 亿元。公司负债规模仍较小，产权比率持续降至 38.90%，权益对总负债的保障程度继续提高。从所有者权益构成来看，2022 年 3 月末以资本公积和未分配利润为主。

图 11 公司资本结构

图 12 2022 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债主要以流动负债为主，2022 年 3 月末流动负债占比为 80.41%。2021 年末公司负债规模不大，且以应付票据、应付账款和合同负债等经营性负债为主，其中应付票据均系公司开立的银行承兑汇票，应付账款主要包括应付货款及工程设备款，合同负债为预收的货款。2022 年 3 月末公司短期借款为 1.18

亿元，为芜湖扬子农村商业银行的借款。

2021年末公司长期借款均为保证+抵押组合增信借款，其他非流动负债为公司收到的尚未达到政府补助确认条件的上市扶持资金。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.18	19.93%	0.70	11.39%	0.07	1.40%
应付票据	1.54	25.92%	2.01	32.62%	1.48	29.71%
应付账款	1.01	17.09%	1.06	17.23%	1.46	29.13%
合同负债	0.56	9.48%	0.61	9.89%	0.60	11.91%
流动负债合计	4.76	80.41%	5.05	82.11%	3.97	79.56%
长期借款	0.27	4.63%	0.27	4.46%	0.20	4.01%
其他非流动负债	0.46	7.78%	0.46	7.49%	0.46	9.22%
非流动负债合计	1.16	19.59%	1.10	17.89%	1.02	20.44%
负债合计	5.93	100.00%	6.15	100.00%	5.00	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2022年3月末，公司总债务为2.99亿元，主要为短期借款和应付票据。2022年6月本期债券发行成功，公司债务规模有所增加，但本期债券可转股，整体来看，公司偿债压力不大。

图 13 公司债务占负债比重

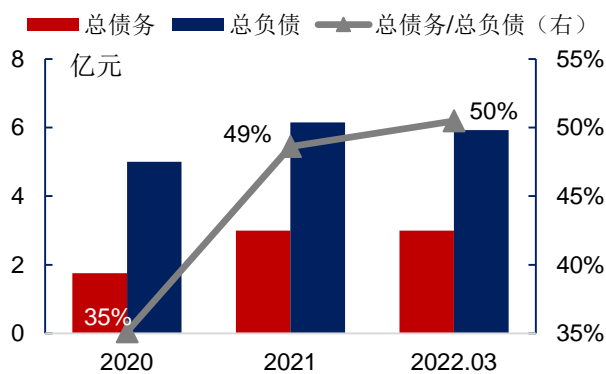
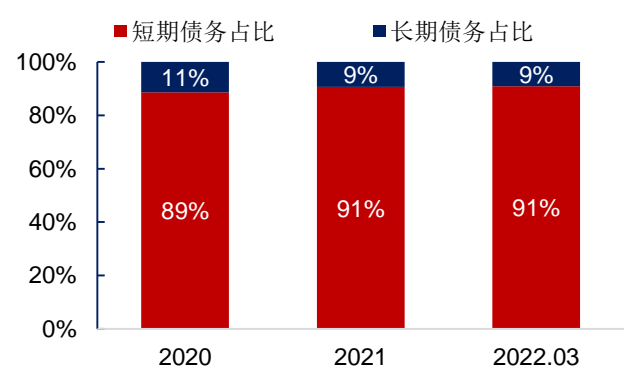


图 14 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

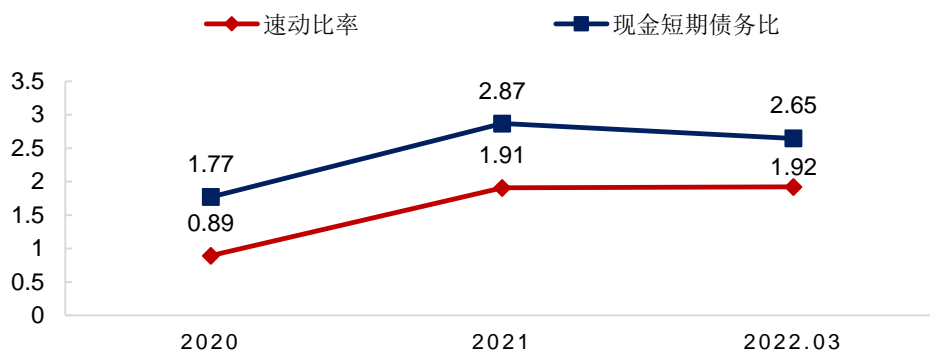
由于IPO上市，2021年末公司资产负债率同比下降9.89个百分点，当前公司负债水平较低。2021年末公司净债务仍为负值，EBITDA对利息的覆盖程度较好，杠杆水平较低。但公司在建及拟建项目投资规模较大，未来随着项目的推进，预计债务规模将快速上升。

表9 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	28.00%	29.12%	39.01%
净债务/EBITDA	--	-1.32	-0.32
EBITDA 利息保障倍数	--	137.62	69.08
总债务/总资本	16.41%	16.65%	18.34%
FFO/净债务	--	-59.71%	-229.14%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

由于IPO募集资金到位，2021年末公司速动比率和现金短期债务比同比均大幅提升，公司流动性指标表现较好，短期偿付压力不大。

图 15 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。但2021年公司新增2笔关注类承兑汇票垫款，根据银行提供的说明，系银行根据市场环境统一调整贷款分类所致，公司经营正常，信用良好。

八、抗风险能力分析

公司是国内领先的色纱生产企业之一，拥有涵盖600余种色彩的富春标准色卡，2021年公司产能提升，产能利用率和产销率表现仍较好，未来随着在建拟建项目的逐步建成投产，公司产能将进一步扩大，将支撑公司营收增长，同时有助于优化生产工序，丰富公司产品类型。公司现金类资产较为充裕，主要偿债指标表现较好。同时中证鹏元也关注到，由于上游胚纱采购均价提升，下游纺织服装行业需求增长

承压，2022年1-3月公司盈利能力下降，成本管控压力加大，且公司新增产能存在消化风险。整体来看，公司抗风险能力尚可。

九、债券偿还保障分析

公司控股股东提供的股份质押担保仍能为本期债券偿付提供一定保障

公司控股股东何培富先生作为出质人以其合法拥有的部分公司股票为本期债券提供质押担保。根据国元证券股份有限公司（以下简称“国元证券”）与何培富先生签订的《芜湖富春染织股份有限公司公开发行可转换公司债券之股份质押合同》（以下简称“质押合同”），何培富先生将其持有的富春染织市值为8.55亿元（本次可转债发行规模的150%，如募集资金额度调减，股份质押数及担保金额相应调减）的股份（以下简称“质押股票”）为本期债券提供担保。在办理初始股票质押手续时，出质股份为按照办理质押登记日的前一交易日收盘价计算的出质人持有的富春染织市值为8.55亿元的股份。担保范围为富春染织因发行本期债券所产生的全部债务，包括但不限于主债权（本期债券的本金及利息）、富春染织违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为实现债权而产生的一切合理费用。担保期限为质押合同生效之日起至富春染织履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日（以先到者为准）。

质押合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的120%，国元证券有权要求出质人在前述情形发生之日起30个交易日内追加担保物，以使质押财产的价值与本期债券未偿还本金的比率高于150%；追加的资产限于富春染织人民币普通股，追加股份的价值为连续30个交易日内富春染织收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，出质人应追加提供相应数额的富春染织人民币普通股作为质押财产，以使质押财产的价值符合上述规定。如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本期债券尚未偿还本息总额的200%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的150%。

公司控股股东何培富先生自2022年6月22日起将其持有的4,170.74万股公司股票用于为本期债券提供担保，质押手续已办理完成。本期债券于2022年6月23日发行，截至本报告出具之日质押资产尚未发生上述须追加担保物情形；截至2022年7月21日，质押股票市值为8.41亿元（按当天收盘价20.20元/股计算），对本期债券未偿付本息总额覆盖率为1.37倍，股权质押担保仍能为本期债券偿付提供一定保障。

十、结论

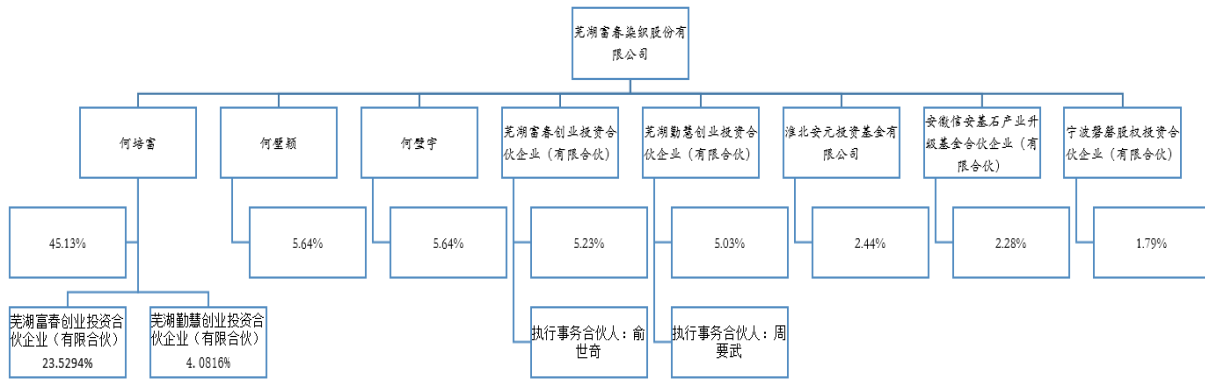
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券的信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	5.96	6.42	2.65	1.58
存货	4.65	4.18	2.93	3.00
流动资产合计	13.80	13.81	6.47	5.55
固定资产	5.16	5.37	4.73	4.07
非流动资产合计	7.36	7.32	6.33	5.37
资产总计	21.16	21.13	12.81	10.92
短期借款	1.18	0.70	0.07	0.15
应付票据	1.54	2.01	1.48	0.85
应付账款	1.01	1.06	1.46	1.24
流动负债合计	4.76	5.05	3.97	2.92
长期借款	0.27	0.27	0.20	0.40
非流动负债合计	1.16	1.10	1.02	1.14
负债合计	5.93	6.15	5.00	4.06
总债务	2.99	2.99	1.75	1.49
归属于母公司的所有者权益	15.23	14.97	7.81	6.86
营业收入	4.74	21.75	15.15	13.98
净利润	0.26	2.33	1.13	0.91
经营活动产生的现金流量净额	-0.82	0.65	3.08	0.87
投资活动产生的现金流量净额	-0.09	-2.46	-1.41	-1.16
筹资活动产生的现金流量净额	0.55	5.28	-0.85	0.29
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	14.58%	18.54%	15.25%	15.55%
EBITDA 利润率	--	14.72%	12.21%	10.87%
总资产回报率	--	15.96%	11.25%	10.08%
资产负债率	28.00%	29.12%	39.01%	37.22%
净债务/EBITDA	--	-1.32	-0.32	0.08
EBITDA 利息保障倍数	--	137.62	69.08	40.84
总债务/总资本	16.41%	16.65%	18.34%	17.88%
FFO/净债务	--	-59.71%	-229.14%	844.10%
速动比率	1.92	1.91	0.89	0.87
现金短期债务比	2.65	2.87	1.77	1.60

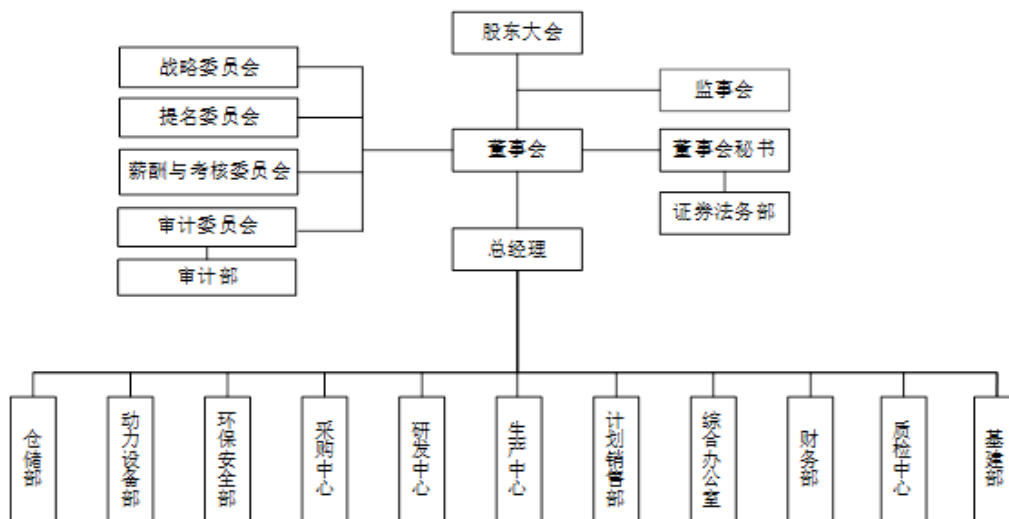
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
安徽中纺电子商务有限公司	100.00%	销售棉纱、色纺纱等
诸暨富春染织科技有限公司	100.00%	供应链管理服务等
安徽富春纺织有限公司	100.00%	纺纱加工；面料纺织加工等
湖北富春染织有限公司	100.00%	纺纱加工；面料纺织加工等
安徽富春色纺有限公司	100.00%	纺纱加工；面料纺织加工等

资料来源：公司提供及公开资料，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
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)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 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%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

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。