

跟踪评级公告

联合〔2019〕1503号

安徽华茂纺织股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

安徽华茂纺织股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

安徽华茂纺织股份有限公司公开发行的“17 华茂 01”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年 六 月 十 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

安徽华茂纺织股份有限公司

公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 华茂 01	5.66 亿元	5 年 (3+2)	AA	AA	2018 年 5 月 15 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 20 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	77.95	78.72	75.79	77.48
所有者权益 (亿元)	47.59	46.68	42.80	46.93
长期债务 (亿元)	6.46	7.00	7.35	7.85
全部债务 (亿元)	21.98	23.35	25.30	23.72
营业收入 (亿元)	19.66	23.43	27.82	6.40
净利润 (亿元)	0.65	0.83	0.96	4.21
EBITDA (亿元)	4.36	4.49	4.64	—
经营性净现金流 (亿元)	2.09	0.53	-0.70	-0.43
营业利润率 (%)	7.83	11.63	12.95	8.62
净资产收益率 (%)	1.65	1.75	2.15	9.37
资产负债率 (%)	38.95	40.70	43.52	39.43
全部债务资本化比率 (%)	31.59	33.34	37.15	33.57
流动比率 (倍)	0.66	0.70	0.77	1.85
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.20	0.19	0.18	—
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.46	3.69	3.74	—
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.77	0.79	0.82	—

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3. 2019 年一季度数据未审计，相关指标未年化。4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，安徽华茂纺织股份有限公司（以下简称“公司”或“华茂股份”）作为国内知名棉纺生产企业，营业收入规模和毛利率水平平均较上年有所提高；公司债务水平仍较低，整体债务负担较轻；此外，公司持有较多优质金融资产，对公司利润及现金流形成有力保障。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司主营业务盈利能力较弱、期间费用对利润侵蚀显著以及投资收益对利润贡献很大且易受二级市场股票价格波动影响等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将继续以纺织作为主营业务，并完成产业链纵向延伸。同时，公司将在金融领域持续深化价值投资，为公司现金流和盈利提供保障。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“17 华茂 01”的债项信用等级为 AA。

优势

1. 2018 年，受益于主导产品销量增长，公司营业收入有所增长；受益于国内棉花采购价格下降，公司毛利率有所提升。

2. 截至 2018 年底，公司仍持有较多优质金融资产，未来减持变现可对公司利润及现金流形成有力的补充。

3. 截至 2018 年底，公司负债水平较低，整体债务负担仍较轻。

关注

1. 2018 年，公司主要原材料棉花价格仍存在一定波动性，对公司成本控制造成一定压力。

2. 2018 年，公司主营业务盈利能力仍偏弱，期间费用对利润侵蚀显著。

3. 2018年, 公司营业利润对投资收益依赖程度仍较高, 公司投资收益受股票二级市场影响较大, 未来可实现的投资收益规模具有较大的不确定性。

分析师

叶维武

电话: 010-85172818

邮箱: yeww@unitedratings.com.cn

范 琴

电话: 010-85172818

邮箱: fanq@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

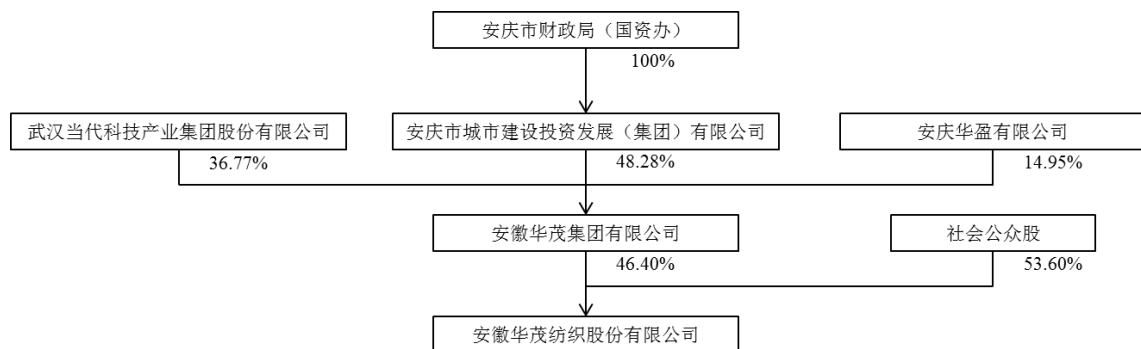
分析师：  

联合信用评级有限公司

一、主体概况

安徽华茂纺织股份有限公司（以下简称“公司”或“华茂股份”）是经安徽省人民政府皖政秘【1998】83号文件批准，由安徽华茂集团有限公司（原安徽省安庆纺织厂）（以下简称“华茂集团”）作为独家发起人，对其生产经营性资产及其相关债项进行重组，并通过募集方式组建设立的股份有限公司。经中国证监会证监发字【1998】169号、证监发字【1998】170号文批准，公司于1998年6月22日向社会公开发行人民币普通股5,000万股（含公司职工股500万股）。1998年7月5日公司召开了创立大会，并于1998年7月10日在安徽省工商行政管理局注册登记，初始注册资本为17,000万元。经深圳证券交易所深证发【1998】251号文审核同意，公司股票于1998年10月7日在深圳证券交易所上市交易，股票简称“华茂股份”，股票代码“000850.SZ”。历经转增股本、配股、送红股及股权分置改革等变更后，截至2018年底，公司总股本94,366.50万股，其中华茂集团为公司控股股东，持股比例为46.40%，公司实际控制人为安庆市财政局，公司股权结构如下图所示。截至2019年3月底，华茂集团持有的公司股权无质押。

图1 截至2018年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

截至2018年底，公司经营范围及组织结构均较上年无变化；公司拥有纳入合并报表范围的子公司24家，与上年相比新增子公司1家；拥有在职员工5,187人。

截至2018年底，公司合并资产总额75.79亿元，负债合计32.98亿元，所有者权益（含少数股东权益）42.80亿元，其中归属于母公司所有者权益41.29亿元。2018年，公司实现营业总收入27.82亿元，净利润（含少数股东损益）0.96亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.19亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.70亿元，现金及现金等价物净增加额-0.56亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额77.48亿元，负债合计30.55亿元，所有者权益（含少数股东权益）46.93亿元，其中归属于母公司所有者权益合计45.53亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入6.40亿元，净利润（含少数股东损益）4.21亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.23亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.43亿元，现金及现金等价物净增加额1.11亿元。

公司注册地址：安徽省安庆市纺织南路80号；法定代表人：倪俊龙。

二、债券发行及募集资金使用情况

2017年3月30日，公司发行“安徽华茂纺织股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，并于2017年5月22日在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称“17华茂01”，债券代码“112512.SZ”，发行规模为人民币5.66亿元，票面利率5.42%，债券期限为5年，

债券存续期第 3 年末附发行人赎回选择权、发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权；采用每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。公司已于 2019 年 4 月 1 日支付 2018 年 3 月 31 日至 2019 年 3 月 30 日期间利息。

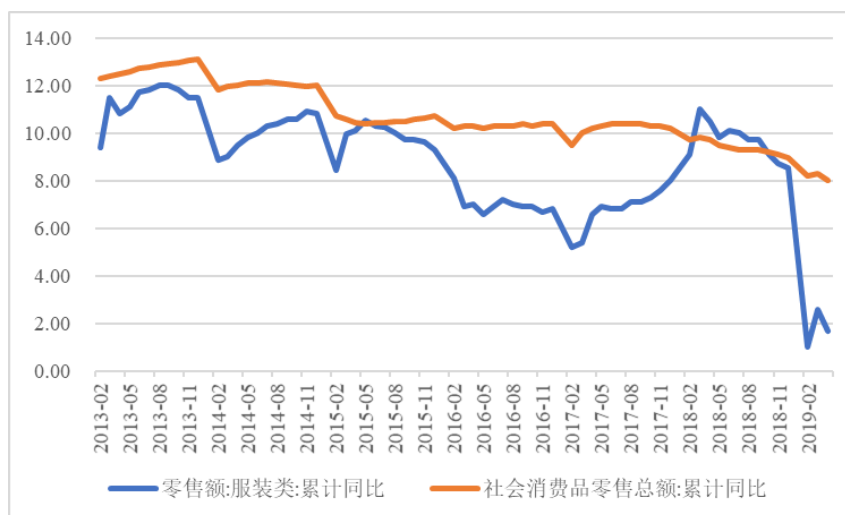
截至 2018 年底，“17 华茂 01”募集资金已全部按照募集说明书承诺的用途使用完毕。

三、行业分析

1. 行业概况

由于我国纺织服装产品附加值较低、行业竞争激烈、国际贸易保护主义升温、资源环境约束增大以及人力成本上升等因素，加上中国纺织服装业之前高速增长中所形成和积累的供给侧、结构性以及体制性问题，2018 年，我国纺织服装行业主要经济运行指标增速仍延续平缓增长状态。具体来看，2018 年，我国社会消费品零售总额达 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较上年变化不大；服装类零售额 9,870.41 亿元，累计同比增长 8.55%。

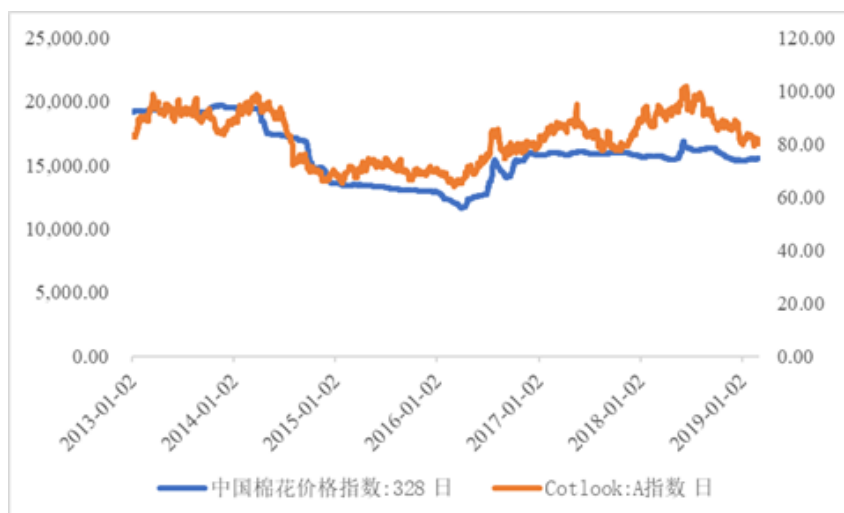
图2 2013年以来我国社会销售总额与服装类零售额增速比较（单位：%）



资料来源：公司年报

原材料方面，2018 年，受全球经济增速放缓、中美贸易战存在较大不确定性等因素影响，国内棉花价格水平小幅下降，截至 2018 年末，国内 328 棉花价格为 15,375.00 元/吨，同比下降 2.06%。国际棉价方面，2018 年，外棉价格有所降低，截至 2018 年末，英国棉花价格 Cotlook: A 由 2017 年末的 89.60 美分/磅下降至 80.80 美分/磅，同比下降 9.82%。2018 年，如下图所示，内外棉价差整体呈现缩小趋势。化纤类服装面料价格方面，截至 2018 年末，柯桥纺织粘胶价格指数由年初的 77.65 增长至年末的 82.01，较年初有所提升；受下游需求及主要原料的影响，柯桥纺织涤纶价格指数由年初的 77.58 增长至年末的 82.01，较年初小幅提升。

图3 近年来国内外棉花价格走势（单位：元/吨、美分/磅）



资料来源：Wind

从进出口方面来看，2018年，我国纺织品服装出口金额累计2,767.3亿美元，比2017年增长3.52%。其中，纺织品2018年出口1,190.98亿美元，比上年增长8.1%，增速高于上年3.6个百分点，占纺织品服装出口总额的比重由上年的41.12%提高到43%，纺织品外需市场持续回暖。

从盈利状况上看，2018年，全国规模以上纺织企业累计实现主营业务收入53,703.5亿元，同比增长2.9%，增速较上年放缓1.3个百分点；实现利润总额2,766.1亿元，同比增长8.0%，增速较上年同期提高1.1个百分点；企业销售利润率为5.2%，较上年提高0.2个百分点。其中，化纤行业主营业务收入和利润总额同比分别增长12.4%和10.3%，成为纺织行业经济增长的重要支撑。

总体看，2018年，国内纺织市场需求较上年小幅增长，主要原材料的价格总体较为平稳，纺织品出口金额持续增加，行业主要经济运行指标仍延续平缓增长状态。

2. 行业关注

在节能环保方面，国家淘汰落后生产能力和减少污染物排放总量等方面的要求和标准提高，纺织企业面临资金短缺、技术支撑不足及综合成本增加等多重压力，节能减排水平提升受到制约。2018年1月1日起，《环境保护税法》开始施行，行业环保压力更加突出，特别是处于纺织产业链中间环节的印染企业，发展形势更为严峻。

面对原材料、用工等要素价格以及融资、渠道费用持续上升，我国纺织品服装制造比较优势减弱，以核心技术、品牌为主的竞争优势尚待培育，订单持续向周边国家转移。中西部地区承接产业转移放缓，信息化与传统产业融合尚待推进，中小企业受资金、技术、人才等制约，经营困难加大，调整升级任务紧迫。同时由于受到全球性金融危机的影响，各主要国家贸易保护主义倾向加剧，纷纷以环保法案、反倾销、反补贴、高昂检测和注册费用等手段设置贸易壁垒以保护本国产业，进一步增加了我国纺织品的出口压力。

总体看，预计在未来相当长的一段时间内，中国纺织服装行业将继续受到节能环保、调整转型、中美贸易战等多方压力，纺织品出口仍将面临严苛复杂的贸易环境。

3. 行业发展

根据工业和信息化部编制的《纺织工业发展规划（2016-2020年）》，提出要以提高发展质量和效益为中心，以推进供给侧结构性改革为主线，以增品种、提品质、创品牌的“三品”战略为重

点，增强产业创新能力，优化产业结构，推进智能制造和绿色制造，形成发展新动能，创造竞争新优势，促进产业迈向中高端，初步建成纺织强国，为“十三五”时期指导纺织工业发展、促进纺织未来工业转型升级提供了指导。

随着中国居民收入的增长促使消费能力不断提高，按照发达国家经验，人均收入超过3,000美元消费将进入新的提升阶段。考虑到城乡居民在服装消费能力上的巨大差异，城镇化的进程将催生大量的服装消费需求。但目前中国品牌服装与大量加工企业相比仍处于成长阶段，缺乏顶级品牌发展的底蕴，而以中端品牌为主，配合以渠道辅佐，规模扩张仍是当前品牌服装企业发展的主流。随着经济发展、消费升级、新零售全渠道融合，消费者对品牌服饰的青睐将成为必然趋势，这也将促使国内纺织服装行业由制造加工业型向技术创新、品牌零售转变。

总体看，未来纺织服装行业仍需积极推进产业结构升级，淘汰落后产能，加快行业整合，并向产业链的高附加值环节拓展，拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

四、管理分析

2018年，公司董事、监事及高级管理人员未发生变动；公司管理方式及管理制度未发生重大变化。

总体看，公司高级管理人员及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

2018年，公司主营业务及产品结构未发生重大变化，公司的主营业务仍以为纺织为主。2018年，公司实现营业收入27.82亿元，较上年增长18.72%，主要系产品销量增加所致；净利润为0.96亿元，较上年增长16.55%，主要系主营业务毛利率提升、费用控制能力增强所致。

从公司营业收入构成来看，2018年，纺织板块收入占公司的营业收入比重为96.45%，公司主营业务突出。2018年，公司主导产品纱线收入14.60亿元，同比增长29.27%，主要系销量增加所致；坯布收入10.25亿元，同比增长11.94%，主要系销量增加所致；纱线收入占营业收入比重为52.49%，坯布收入占营业收入比重为36.83%，均较上年变化不大。2018年，纺织板块其他收入和服装销售收入分别为0.46亿元和1.52亿元，收入规模和营收占比均较上年变化不大。公司其他业务主要为销售纱线所产生的落棉下脚料等收入，收入规模变动不大，对公司营业收入影响较小。

表1 2016~2018年公司营业收入和毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
纺织-纱线	101,120.32	51.45	8.55	112,950.03	48.21	10.95	146,009.52	52.49	14.65
纺织-坯布	72,249.64	36.76	5.96	91,523.64	39.06	6.65	102,454.29	36.83	9.37
纺织-其他	4,357.98	5.25	15.86	4,745.63	2.03	22.82	4,643.84	1.67	21.62
服装	10,310.35	2.22	17.20	14,982.11	6.39	25.37	15,178.21	5.46	22.27
其他	8,512.64	4.33	27.54	10,085.71	4.31	27.08	9,864.92	3.55	28.19
合计	196,550.93	100.00	9.00	234,287.12	100.00	11.02	278,150.78	100.00	13.72

资料来源：公司年报

毛利率方面，受益于国内棉花采购价格下降，2018年，主要产品纱线的毛利率14.65%，较上年上升了3.70个百分点；坯布板块毛利率9.37%，较上年上升了2.72个百分点；纺织板块其他业务毛利率21.62%，较上年变化不大。2018年，服装板块毛利率22.27%，较上年下降了3.10个百分点，主要系受市场竞争激烈影响，产品价格有所下降所致；公司其他业务毛利率28.19%，较上年变化不大。综上，2018年，公司综合毛利率13.72%，较上年上升了2.70个百分点。

2019年1~3月，公司营业收入为6.40亿元，较上年同期增长17.66%，主要系公司产品价格上涨、销量增加所致；公司实现净利润4.21亿元，较上年同期大幅增加3.33亿元，主要系股票二级市场行行情较好，公司公允价值变动收益大幅增加所致。

总体看，2018年，受益于主导产品销量增长，公司营业收入有所增长；受益于国内棉花采购价格下降，公司毛利率有所提升。

2. 原材料采购

原材料采购量方面，2018年公司采购4.50万吨棉花，较上年增长7.14%。其中，国内采购量为3.29万吨，国外采购量1.21万吨，较上年均变化不大。原材料价格方面，国内棉花采购价格由2017年的1.91万元/吨下降为1.81万元/吨；同期国外采购的棉花均价由2017年的1.83万元/吨增长至2018年的1.95万元/吨。

表2 2016~2018年主要原材料采购情况（万吨、万元/吨）

项目	2016年	2017年	2018年
总采购量	4.26	4.20	4.50
其中：国内	3.08	3.09	3.29
国外	1.18	1.11	1.21
采购均价：国内	1.48	1.91	1.81
国外	1.56	1.83	1.95

资料来源：公司提供

2018年，公司向五大供应商采购总额3.10亿元，前五大供应商集中度由上年的39.49%下降至13.28%，集中度一般，但由于公司对棉花品质要求较高，采购区域集中在新疆地区，区域集中度较高。

总体看，2018年，公司原材料采购总量有所增长；受市场行情影响，国内棉花采购价格有所下降；供应商集中度一般。

3. 产销情况

（1）产品生产

2018年，公司仍实行以销定产的生产模式。产能方面，2018年，公司纱线产能无变化，坯布产能由上年的8,200万米增加至10,000.00万米，主要系公司设备更新、布机增加所致。2017~2018年，在销量增加的带动下，公司纱线产量有所增长，分别为5.01万吨和5.68万吨；坯布产量有所增长，为8,557.77万米和8,569.20万米。2018年，公司纱线产能利用率有所提升，坯布产能利用率有所下降，公司产能利用率属于较高水平。

表3 2016~2018年主要产品生产情况（万吨、万米、%）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
纱线	产能	5.50	5.50	5.50
	产量	5.03	5.01	5.68
	产能利用率	91.45	91.09	103.27
坯布	产能	7,200.00	8,200.00	10,000.00
	产量	6,981.99	8,557.77	8,569.20
	产能利用率	96.97	104.36	85.69

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，纱线产能无变化；坯布产能由于设备更新、布机增加有所提升；产能利用率维持在较高水平。

（2）产品销售

2018 年，公司产品销售仍以直销为主；结算方式上仍主要采取现款和票据两种方式结算，对少数合作期限长的客户存在赊销。2018 年，公司产品销售区域仍然以国内市场为主，中国地区收入占主营业务收入的比例为 77.80%，较上年上升 9.54 个百分点。

2018 年，随着公司大力开拓市场，纱线的销量由上年 4.75 万吨增加至 5.35 万吨；坯布的销量由上年的 8,331.97 万米增加至 8,340.90 万米，产销率仍维持在较高水平。

表4 2016~2018年公司主要产品销量情况（单位：万吨、万米、%）

产品名称	2016 年		2017 年		2018 年	
	销量	产销率	销量	产销率	销量	产销率
纱线	5.08	100.99	4.75	94.81	5.35	94.19
坯布	6,920.75	99.12	8,331.97	97.36	8,340.90	97.34

资料来源：公司提供

从集中度看，2018 年，公司对前五大客户销售实现收入合计占比由上年的 13.32% 下降至 12.53%，客户集中度一般。

总体看，2018 年，随着公司大力开拓市场，主要产品销量均有所增长；以国内市场为主；产销率维持在较高水平，客户集中度一般。

4. 投资情况

除了传统纺织业务，公司坚持“双轮驱动”，进行部分投资业务以创造投资收益和保障稳定的现金流。

表5 2016~2018 年公司投资收益情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
投资收益	2.86	2.24	1.93
利润总额	0.93	1.08	1.20
投资收益占利润总额比率	307.53	206.86	160.83

资料来源：公司年报

2018 年，公司获得投资收益 1.93 亿元，较上年减少 13.79%，主要为出售持有的广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）股份 1,161 万股，获得投资收益 1.35 亿元，回笼资金 2.24 亿元，但投资收益的持续存在较大不确定性。截至 2018 年底，公司持有国泰君安证券股份有限公司

(以下简称“国泰君安”) 8,762.56 万股, 持有广发证券 2,050 万股, 持有拓维信息系统股份有限公司(以下简称“拓维信息”) 327.15 万股, 持有上海网达软件股份有限公司(以下简称“网达软件”) 240 万股, 持有徽商银行股份有限公司(以下简称“徽商银行”) 7,148.69 万股, 以及其他金融机构的股权资产, 上述股权资产合计价值为 18.52 亿元。

总体看, 2018 年, 公司处置金融资产取得的投资收益为公司带来可观的现金流入; 公司所持金融资产总量较大, 变现能力较强, 但所持金融资产价值受股票二级市场的影响波动较大, 未来可实现的投资收益规模具有较大的不确定性。

5. 关联交易

2018 年, 公司与合营企业及联营企业之间存在一定规模的关联交易, 交易内容主要为棉花、纱、线等原材料及成品布。2018 年, 公司向关联方采购商品/接受劳务的金额为 1.97 亿元; 向关联方出售商品/提供劳务的金额为 1.45 亿元。由于公司是深圳证券交易所上市公司, 其关联交易行为受到深圳证券交易所较为严格的监管; 公司关联交易遵循平等、自愿、等价、有偿的原则, 且其关联交易的价格或取费以市场价格或收费为标准。公司关联交易对其经营独立性影响较小。

总体看, 公司关联交易对公司经营独立性影响有限。

6. 经营关注

(1) 棉花价格波动风险

棉花是公司最主要的原材料, 其价格波动会对产品成本产生直接而显著的影响。由于棉花价格受气候环境、供求关系和政策等因素的影响较大, 近年来棉花价格一直在较高位置波动。棉花价格持续波动不利于公司生产经营计划的安排。

(2) 激烈竞争导致产品价格下跌风险

纺织行业发展非常成熟、规模庞大且竞争激烈。尽管公司与行业内其他公司相比在规模、产品质量和技术等方面具有一定的优势, 但是随着行业内整合加速, 淘汰落后产能的步伐加快, 行业竞争可能会进一步加强, 如果公司不能及时调整发展战略更新技术, 会面临较大的行业竞争压力。

(3) 安全生产风险

公司生产所需主要原材料为易燃易爆品, 如果公司在未来经营中不慎发生失火事件, 将对公司产生重大经营损失, 对公司持续经营造成不利影响。同时, 国家对生产安全标准逐渐提高, 可能会导致公司在安全生产方面面临较大规模的支出。

(4) 汇率波动风险

公司对外出口的业务收入占主营业务收入一定比例, 且结汇以美元结算。美元和人民币汇率随着国内外政治、经济环境的变化而波动, 具有一定的不确定性。如果汇率波动较大, 将会对未来的出口销售及未来的汇兑损益带来一定的影响。

7. 未来发展

公司将进一步落实“聚焦聚力, 创新管理, 提质增效, 共建共享”的工作方针, 实施“126”工程战略: 即发挥产业链协同效应, 打造具有核心竞争优势的纺织产业体系; 做优做强“实业资本”和“金融资本”; 实施智能化工厂示范工程、精品面料品牌工程、国际化经营拓展工程、资本平台融合工程、技术管理创新提升工程和人才队伍建设强化工程等六大重点工程。

总体上看, 公司未来发展战略清晰, 具有一定的可操作性。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年财务报表已经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）（原华普天健会计师事务所（特殊普通合伙））审计，并出具了标准无保留审计意见。2019 年 1~3 月财务报表未经审计。根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），2018 年对“应收票据”、“应收账款”、“应收利息”、“应收股利”、“其他应收款”、“固定资产”、“固定资产清理”、“在建工程”、“工程物资”、“应付票据”、“应付账款”、“应付利息”、“应付股利”、“其他应付款”、“长期应付款”、“专项应付款”、“管理费用”、“研发费用”、“财务费用”等科目进行拆分及合并。会计政策变更对公司净利润无实质影响。

从合并范围变化来看，2018 年，公司合并报表范围新增 1 家子公司，考虑到公司主营业务未发生变化，新增子公司资产规模较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 75.79 亿元，负债合计 32.98 亿元，所有者权益（含少数股东权益）42.80 亿元，其中归属于母公司所有者权益 41.29 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 27.82 亿元，净利润（含少数股东损益）0.96 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.19 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.70 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.56 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 77.48 亿元，负债合计 30.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）46.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 45.53 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.40 亿元，净利润（含少数股东损益）4.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.43 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.11 亿元。

2. 资产及负债结构

资产

截至 2018 年底，公司资产总额为 75.79 亿元，较年初下降 3.73%。公司资产构成中，流动资产占比 22.52%，非流动资产占比 77.48%，以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

流动资产方面，截至 2018 年底，公司流动资产合计 17.07 亿元，较年初增长 15.94%，主要系预付款项和存货增加所致；流动资产主要由货币资金（占比 14.63%）、应收票据（占比 7.86%）、应收账款（占比 14.15%）、预付款项（占比 13.06%）和存货（占比 46.31%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 2.50 亿元，较年初下降 18.46%，主要系营运及偿债资金需求增加所致；公司货币资金以银行存款（占比 99.68%）和其他货币资金（占比 0.31%）为主；其他货币资金均为使用受限的货币资金，货币资金受限比例低。

截至 2018 年底，公司应收票据 1.34 亿元，较年初增长 91.48%，主要系销售规模增长、票据结算增加所致。

截至 2018 年底，公司应收账款 2.42 亿元，较年初增长 18.34%，主要系销售规模增长所致；账龄 1 年以内的占比 98.57%，账龄较短；按欠款方归集的前五名单位应收账款占比 22.85%，集中度一般；累计计提坏账准备 0.19 亿元，计提比例为 7.36%。

截至 2018 年底，公司预付款项 2.23 亿元，较年初增长 119.03%，主要系因八分厂改造项目投产导致本期采购规模上升所致。

截至 2018 年底，公司存货 7.91 亿元，较年初增长 14.17%，主要系期末库存商品增加所致；主要由库存商品（占比 54.29%）、原材料（占比 35.92%）和在产品（占比 9.79%）构成；累计计

跌价准备 0.52 亿元，计提比例为 6.15%。考虑到存货中库存商品占比较大，公司存货面临一定的跌价风险。

非流动资产方面，截至 2018 年底，公司非流动资产合计 58.72 亿元，较年初下降 8.25%，主要系可供出售的金融资产减少所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 37.17%）、长期股权投资（占比 18.78%）、固定资产（占比 34.17%）和无形资产（占比 7.37%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产余额为 21.82 亿元，较年初下降 21.55%，主要系公允价值变动以及出售广发证券 1,161 万股所致；公司可供出售金融资产包括广发证券、国泰君安、拓维信息、网达软件和徽商银行等上市公司股份，变现能力强，但受二级市场价格变动影响较大。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 11.03 亿元，较年初变化不大；主要为对重庆当代砾石股权投资管理有限公司（8.22 亿元，该公司间接持有华泰保险集团股份有限公司）和新疆利华棉业股份有限公司（2.29 亿元）的长期股权投资。

截至 2018 年底，公司固定资产 20.06 亿元，较年初增长 9.65%，主要系八分厂改造项目转固所致；累计计提折旧 19.66 亿元，资产减值 0.82 亿元，固定资产成新率 49.48%，成新率较低。

截至 2018 年底，公司无形资产 4.33 亿元，较年初下降 5.19%；主要为土地使用权（1.40 亿元）和采矿权（2.75 亿元）。

截至 2018 年底，公司受限资产 12.93 亿元，主要包括受限应收票据（0.13 亿元）、受限应收账款（0.49 亿元）和受限可供出售金融资产（12.31 亿元），占总资产比例为 17.06%，受限程度尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司资产为 77.48 亿元，较年初小幅增长 2.24%；受公司将可供出售金融资产重新分类至交易性金融资产影响，公司流动资产为 35.11 亿元，占比 45.32%，较年初上升 22.80 个百分点；非流动资产为 42.37 亿元，占比 54.68%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模略有下降，以非流动资产为主；其中流动资产以货币资金、应收账款和存货为主，非流动资产以可供出售金融资产和固定资产为主；公司持有的可供出售金融资产占比较高，易受二级市场股票价格波动影响；公司整体资产质量较好。

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 32.98 亿元，较年初增长 2.96%；其中，流动负债占比 66.78%，非流动负债占比 33.22%，较年初变化不大，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 22.03 亿元，较年初增长 4.93%；主要由短期借款（占比 80.78%）、应付账款（占比 7.13%）和其他应付款（占比 5.37%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 17.79 亿元，较年初大幅增长 45.80%，主要系营运及偿债需求增加所致。

截至 2018 年底，公司应付账款 1.57 亿元，较年初下降 21.37%，主要系公司应付材料款减少所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款 1.18 亿元，较年初增长 0.93%；主要为往来款（0.34 亿元）和暂收款（0.43 亿元）等。

截至 2018 年底，公司非流动负债 10.96 亿元，较年初基本持平；主要由长期借款（占比 15.63%）、应付债券（占比 51.48%）、递延所得税负债（占比 21.44%）和递延收益（占比 9.01%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 1.71 亿元，较年初增长 25.68%，主要系华茂集团为公司提供担保取得借款所致；应付债券为 5.64 亿元，较年初基本持平；递延所得税负债 2.35 亿元，较年初下降 24.88%，主要系可供出售的金融资产公允价值变动所致；公司递延收益 0.99 亿元，较年初增长 13.82%，主要为当年收到财政拨款。

截至 2018 年底，公司全部债务为 25.30 亿元，较年初增长 8.34%；其中长期债务占比 29.07%、短期债务占比 70.93%，仍以短期债务为主；短期债务较年初增长 9.74%，主要系短期借款增加所致；长期债务较年初增长 5.08%。从债务指标来看，截至 2018 年底，公司资产负债率由年初的 40.70% 上升至 43.52%，公司全部债务资本化比率由年初的 33.34% 上升至 37.15%，公司长期资本化比率由年初的 13.04% 上升至 14.66%；公司债务负担略有加重，整体仍处于较轻水平。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 30.55 亿元，较年初下降 7.39%，主要系流动负债减少所致；其中流动负债为 18.94 亿元（占比 62.00%），较年初下降 14.02%，主要系短期借款和应付账款减少所致；非流动负债 11.61 亿元（占比 38.00%），较年初基本持平，公司负债结构仍以流动负债为主。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 23.72 亿元，较年初下降 6.25%；其中长期债务占比 33.12%、短期债务占比 66.88%，仍以短期债务为主；短期债务占比较年初下降了 4.05 个百分点，主要系短期借款减少所致。从债务指标来看，截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率由年初的 43.52% 下降至 39.43%，全部债务资本化比率由年初的 37.15% 下降至 33.57%，长期资本化比率由年初的 14.66% 下降至 14.34%，债务负担有所降低，仍属较轻。

总体看，2018 年底，公司债务负担略有加重，整体仍处于较轻水平。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 42.80 亿元，较年初下降 8.32%，主要系其他综合收益减少所致。截至 2018 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益 41.29 亿元，占所有者权益的 96.48%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 22.85%，资本公积占 0.51%，其他综合收益占 30.59%，专项储备占 0.10%，盈余公积占 8.53%，未分配利润占 37.42%；权益稳定性一般。截至 2018 年底，公司其他综合收益 12.63 亿元，较年初下降 25.74%，主要系受二级市场股价波动影响，可供出售金融资产公允价值变动所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 46.93 亿元，较年初增长 9.65%，其中归属于母公司的所有者权益合计为 45.53 亿元，占所有者权益的 97.00%；其中未分配利润为 31.23 亿元，较年初增长 102.10%，主要系公司执行新金融工具准则、新收入准则、新租赁准则进行会计科目调整所致。

总体看，2018 年底，受二级市场股价波动影响，可供出售金融资产公允价值变动影响，公司所有者权益规模有所下降；权益稳定性一般。

3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 27.82 亿元，同比增长 18.72%，主要系产品销量增加所致；2018 年，公司营业成本为 24.00 亿元，同比增长 17.09%；净利润 0.96 亿元，同比增长 16.55%，主要系主营业务毛利率提升、费用控制能力增强所致。

期间费用方面，2018 年公司期间费用共计 4.20 亿元，同比增长 7.22%，除管理费用外其他各项费用较上年均有所增长；其中，销售费用占比 19.22%、管理费用占比 51.74%、财务费用占比 29.04%，以管理费用和财务费用为主。2018 年，销售费用 0.81 亿元，同比增长 28.93%，主要系运杂费等增加所致；管理费用（含研发费用）为 2.17 亿元，同比增长 10.23%，主要系研发材料费增加所致；财务费用为 1.22 亿元，同比下降 7.57%，主要系汇兑收益增加所致。2018 年公司费用收入比为 15.11%，较上年同期下降 1.62 个百分点；期间费用对利润侵蚀仍显著，公司费用控制能力有待进一步提高。

2018 年公司投资收益 1.93 亿元，同比下降 13.79%，占营业利润比例为 161.26%，对利润贡献很大。截至 2018 年底，公司计入“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”和“可供出售金融资产”的金融资产合计 21.82 亿元，公司投资收益易受二级市场股票价格波动影响。2018 年，公司其他收益 0.51 亿元，主要为各类补贴；占营业利润的比重为 42.55%，公司营业利润对其他收益依赖程度较高。整体看，公司营业利润对投资收益和其他收益依赖程度仍很高。

盈利指标方面，2018 年，公司营业利润率由 11.63% 上升至 12.95%。2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.19%、3.16% 和 2.15%，分别较上年上升 0.26 个百分点、0.23 个百分点和 0.40 个百分点。整体看，虽然公司投资收益形成了对公司盈利的极大补充，但考虑到出售股票所形成的投资收益不确定性较大，因此公司整体盈利稳定性仍较弱。

2019 年 1~3 月，公司营业收入为 6.40 亿元，较上年同期增长 17.66%，主要系公司产品价格上涨、销量增加所致；公司实现净利润 4.21 亿元，较上年同期大幅增加 3.33 亿元，主要系股票二级市场行情较好，公司公允价值变动收益大幅增加所致。

总体看，2018 年，公司收入规模有所增长，主营业务毛利率提升，费用控制能力增强，营业利润对投资收益和其他收益依赖程度仍较高，整体盈利稳定性仍较弱。

4. 现金流

从经营活动看，2018 年，公司经营活动现金流入为 31.24 亿元，同比增长 18.10%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出 31.94 亿元，同比增长 23.19%，主要系采购原材料支付的现金较多所致；受上述因素影响，公司经营活动现金流净额由上年的净流入 0.53 亿元转为净流出 -0.70 亿元。从收入实现质量来看，公司现金收入比由 109.77% 下降至 108.51%，公司收入实现质量仍较高。

从投资活动看，2018 年，公司投资活动现金流入 2.92 亿元，同比大幅下降 30.20%，主要系上年出售持有的金融资产股权收回的现金较多所致；投资活动现金流出 2.99 亿元，同比下降 27.47%，主要系对外投资规模缩减所致；受上述因素影响，公司投资活动现金流净额由上年的净流入 596.32 万元转为净流出 711.87 万元。

从筹资活动看，2018 年，公司筹资活动现金流入 23.32 亿元，同比增长 18.68%，主要系本期短期借款增加所致；筹资活动现金流出 23.11 亿元，同比增长 14.49%，主要系其偿还债务增加所致；受上述因素影响，公司筹资活动现金流净额由上年的净流出 0.54 亿元转为净流入 0.21 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营现金流净流出 0.43 亿元；公司投资活动现金净流入 3.71 亿元；筹资活动现金净流出 2.16 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流净额由净流入转为净流出，收入实现质量仍较高；对外投资规模缩减；筹资活动现金由净流出转为净流入。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 0.70 倍上升至 0.77 倍，速动比率由年初的 0.37 倍上升至 0.42 倍，流动资产对流动负债的覆盖程度有所提升；2018 年，公司现金短期债务比由上年的 0.23 倍下降至 0.21 倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力有待提高。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 4.64 亿元，同比小幅增长 3.32%；2018 年公司 EBITDA 由折旧（占比 41.21%）、摊销（占比 6.23%）、计入财务费用的利息支出（占比 26.71%）和利润总额（占比 25.85%）构成；EBITDA 利息倍数由上年的 3.69 倍上升至 3.74 倍，

EBITDA 对利息的保障能力较强, EBITDA 全部债务比由上年的 0.19 倍小幅下降至 0.18 倍, EBITDA 对全部债务的保障能力尚可, 公司持有较大规模优质的金融资产及股权投资, 未来可通过出售金融资产获取投资收益, 对公司债务的偿还提供了一定保障。

截至 2018 年底, 公司获得的银行授信总额 28.89 亿元, 尚未使用 14.44 亿元, 公司间接融资渠道畅通; 公司为 A 股上市公司, 具备直接融资渠道。

截至 2018 年底, 公司无对外担保和重大未决诉讼事项。

根据企业提供的代码为 G1034080300000010I 的人民银行征信报告, 截至 2019 年 5 月 27 日, 公司无未结清的不良信贷信息记录, 过往履约情况良好。

总体看, 跟踪期内, 公司偿债能力仍很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看, 截至 2019 年 3 月底, 公司现金类资产(货币资金、交易性金融资产、应收票据) 21.82 亿元, 为“17 华茂 01”债券本金合计(5.66 亿元)的 3.85 倍, 公司现金类资产对“17 华茂 01”债券本金的覆盖程度高; 净资产达 46.93 亿元, 约为“17 华茂 01”债券本金合计(5.66 亿元)的 8.29 倍, 公司较大规模净资产能够对“17 华茂 01”按期偿付起到积极的保障作用。

从盈利情况来看, 2018 年, 公司 EBITDA 为 4.64 亿元, 约为“17 华茂 01”债券本金合计(5.66 亿元)的 0.82 倍, 公司 EBITDA 对“17 华茂 01”债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看, 公司 2018 年经营活动产生的现金流入 31.24 亿元, 约为“17 华茂 01”债券本金合计(5.66 亿元)的 5.52 倍, 公司经营活动现金流入量对“17 华茂 01”债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析, 并考虑到公司作为国内知名棉纺生产企业, 在纱线、坯布生产领域仍具有领先地位, 且持有较多优质金融资产, 公司对“17 华茂 01”债券本金的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内, 公司作为国内知名棉纺生产企业, 营业收入规模和毛利率水平均较上年有所提高; 公司债务水平仍较低, 整体债务负担较轻; 此外, 公司持有较多优质金融资产, 对公司利润及现金流形成有力保障。同时, 联合评级也关注到公司主营业务盈利能力较弱、期间费用对利润侵蚀显著以及投资收益对利润贡献很大且易受二级市场股票价格波动影响等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来, 公司将继续以纺织作为主营业务, 并完成产业链纵向延伸。同时, 公司将在金融领域持续深化价值投资, 为公司现金流和盈利提供保障。

综上, 联合评级维持公司主体信用等级为 AA, 评级展望为“稳定”; 同时维持“17 华茂 01”的债项信用等级为 AA。

附件 1 安徽华茂纺织股份有限公司

主要财务指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	77.95	78.72	75.79	77.48
所有者权益（亿元）	47.59	46.68	42.80	46.93
短期债务（亿元）	15.52	16.35	17.94	15.86
长期债务（亿元）	6.46	7.00	7.35	7.85
全部债务（亿元）	21.98	23.35	25.30	23.72
营业收入（亿元）	19.66	23.43	27.82	6.40
净利润（亿元）	0.65	0.83	0.96	4.21
EBITDA（亿元）	4.36	4.49	4.64	--
经营性净现金流（亿元）	2.09	0.53	-0.70	-0.43
应收账款周转次数（次）	1.72	10.25	8.11	--
存货周转次数（次）	3.81	3.46	3.03	--
总资产周转次数（次）	0.31	0.30	0.36	0.08
现金收入比率（%）	116.97	109.77	108.51	109.35
总资本收益率（%）	3.37	2.93	3.19	--
总资产报酬率（%）	3.41	2.93	3.16	--
净资产收益率（%）	1.65	1.75	2.15	9.37
营业利润率（%）	7.83	11.63	12.95	8.62
费用收入比（%）	15.97	16.73	15.11	11.36
资产负债率（%）	38.95	40.70	43.52	39.43
全部债务资本化比率（%）	31.59	33.34	37.15	33.57
长期债务资本化比率（%）	11.95	13.04	14.66	14.34
EBITDA 利息倍数（倍）	3.46	3.69	3.74	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.19	0.18	--
流动比率（倍）	0.66	0.70	0.77	1.85
速动比率（倍）	0.45	0.37	0.42	1.45
现金短期债务比（倍）	0.25	0.23	0.21	1.38
经营现金流动负债比率（%）	10.77	2.51	-3.16	-2.28
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.77	0.79	0.82	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3. 2019 年一季度数据未审计，相关指标未年化。4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
经营效率指标	
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 / [(期初存货余额+期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
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
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。