

浙江航民股份有限公司

2011 年公司债券(第一期)

2014 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

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

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

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

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



浙江航民股份有限公司

2011年公司债券（第一期）2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

担保方：浙江航民实业集团有限公司

债券剩余规模：3亿元

债券到期日期：2015年03月22日

评级日期：2014年05月23日

评级结论：

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

担保方：浙江航民实业集团有限公司

债券剩余规模：3亿元

评级日期：2013年06月27日

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对浙江航民股份有限公司（以下简称“航民股份”或“公司”）及其2012年3月22日发行的3亿元公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的2014年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	345,332.51	281,561.09	235,159.45
归属于母公司所有者权益（万元）	210,213.69	178,593.88	159,273.01
资产负债率	31.85%	28.05%	22.58%
流动比率	3.30	3.05	2.21
速动比率	3.02	2.66	1.83
营业收入（万元）	293,079.25	254,791.48	243,337.93
营业利润（万元）	58,147.95	38,395.09	36,187.52
利润总额（万元）	58,656.48	39,440.86	37,577.13
综合毛利率	27.85%	23.23%	21.56%
总资产回报率	19.73%	16.28%	17.14%
EBITDA（万元）	77,015.97	56,796.06	52,741.91
EBITDA 利息保障倍数	24.25	21.61	58.80
经营活动现金流净额（万元）	47,771.23	41,073.06	21,315.53

资料来源：公司审计报告

正面：

- 公司总体经营状况稳定，业务规模和盈利水平有所提高；
- 公司印染配套业务齐全，具有一定的配套产业优势；
- 公司经营活动现金流表现较好，资金面较为宽裕，目前负债率不高，债务压力不大；
- 由浙江航民实业集团有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券的偿付起到一定的保障作用。

关注：

- 国内纺织行业需求增长放缓，印染纺织企业经营压力加大，公司面临一定的行业下行风险；
- 如果行业环保标准提高，将增加公司环保成本；
- 公司各个业务板块形成了以印染纺织为带动的产业链条，其他各板块对印染纺织依赖较大，易受主业经营状况影响；
- 跟踪期内，公司人力资源成本提高，研发费用投入较大，对公司盈利能力造成一定压力；
- 受海运行业周期性影响，运输业务未来仍有一定的不确定性。

分析师

姓名：王洪超 刘书芸

电话：021-51035670

邮箱：wanghch @pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2011]1613号文核准，公司获准公开发行面值不超过人民币5.5亿元公司债券。2012年3月22日，公司公开发行第一期3亿元公司债券，发行期限为3年，票面利率为6.80%，募集资金总额为人民币3亿元，募集资金净额29,625万元。

本期债券起息日为2012年3月22日，采用单利按年计息，不计复利。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。付息日为2013年至2015年每年的3月22日。本金兑付日为2015年3月22日。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息。

表1 截至2014年4月30日本期债券本息累计兑付情况

本息兑付日期	期初本金余额 (亿元)	本金兑付/回售金 额(亿元)	利息支付(万元)	期末本金余额 (亿元)
2013年3月22日	3.00	-	2,040.00	3.00
2014年3月24日	3.00	-	2,040.00	3.00

注：2014年付息因休息日顺延

资料来源：公司提供

本期债券发行3亿元，募集资金0.5亿元已用于偿还银行借款，其余已全部用于补充流动资金。

二、发行主体概况

2013年5月根据公司2012年度股东大会审议通过了公司2012年度利润分配方案，以截至2012年12月31日公司总股本423,540,000股为基数，用资本公积金转增股本，每股转增5股，共转增211,770,000股。本次转增后，公司总股本为635,310,000股。

截至2013年12月31日，公司总股本为635,310,000股，公司主要持股股东为浙江航民实业集团有限公司（以下简称“航民实业”）和万向集团公司，持股比例分别为31.55%和19.03%，公司实际控制方为杭州萧山航民村资产经营中心。跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人未发生变化。

表2 跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人变更情况

项目	截至 2013 年 12 月 31 日	截至 2012 年 12 月 31 日
公司名称	浙江航民股份有限公司	浙江航民股份有限公司
注册资本（万元）	63,531.00	42,354.00
实收资本（万元）	63,531.00	42,354.00
第一大股东	浙江航民实业集团有限公司	浙江航民实业集团有限公司
第一大股东持股比例	31.55%	31.31%
实际控制人	杭州萧山航民村资产经营中心	杭州萧山航民村资产经营中心

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司出资设立杭州航民小城热电有限公司、杭州航民江东热电有限公司，并将其纳入合并范围。截至 2013 年 12 月 31 日，公司合并范围内子公司共计 10 家。

表3 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

名称	注册资本	持股比例	合并方式	主营业务
杭州航民小城热电有限公司	10,000	100%	新设	火力发电、蒸汽
杭州航民江东热电有限公司	12,000	100%	新设	火力发电、蒸汽

资料来源：公司审计报告

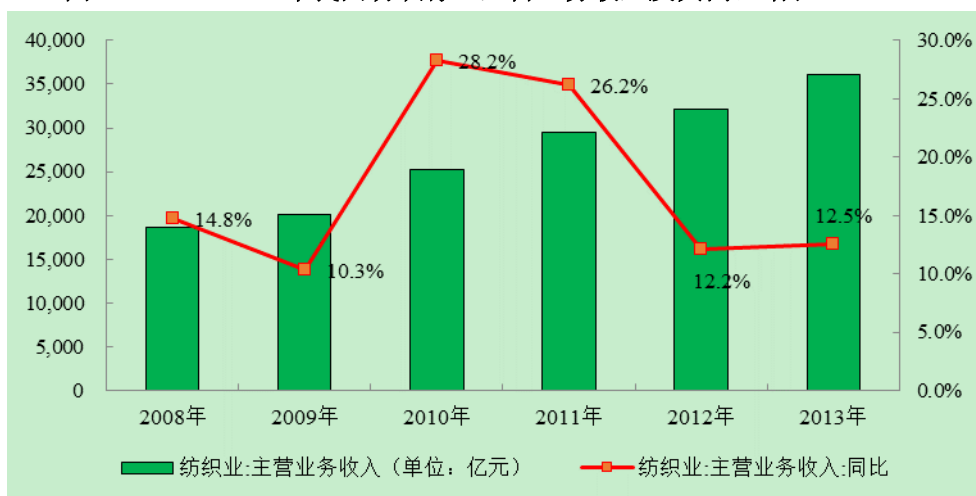
截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产 345,332.51 万元，归属于母公司的所有者权益 210,213.69 万元，资产负债率 31.85%。2013 年度公司实现营业收入 293,079.25 万元，实现利润总额 58,656.48 万元，经营活动产生的现金净流净额 47,771.23 万元。

三、运营环境

行业有效需求不足，印染行业增速放缓；淘汰落后产能和不断提高的环保要求，有助于规模企业优势的发挥

2013 年经济复苏缓慢，纺织行业有效需求不足，纺织行业产能过剩持续，纺织行业固定资产投资规模虽有增长，但增速已经明显放缓。2012-2013 年，行业固定资产投资完成额同比增速平均为 15.2%，增速明显下滑。2013 年度，国内纺织行业实现主营业务收入 36,161 亿元，同比增长 12.5%，近 5 年年复合增长率为 18.1%，2010-2011 年行业增速较高，2012-2013 年纺织行业主营业务增速下滑。

图1 2008-2013年我国纺织行业主营业务收入及其同比增长



资料来源: wind 资讯

受此影响, 2013年1~12月份, 规模以上印染企业印染布产量542.36亿米, 同比减少2.21%, 增速较2012年同期回落0.15个百分点。2011~2013年, 全国印染布产量逐年下降, 2013年1~12月份, 我国规模以上印染企业印染布产量542.36亿米, 较2011年同期下降8.54%。市场需求增长相对缓慢是印染行业生产增速放缓的主要原因。行业产能方面, 按照《国务院关于进一步加大淘汰落后产能工作的通知》(国发[2010]7号), 工业和信息化部逐批发布工业行业淘汰落后产能计划, Wind统计数据显示, 2010-2013年, 印染行业淘汰落后产能合计任务完成量为1,178,038.1万米。2013年浙江省发布“浙江省淘汰落后产能规划(2013-2017年)”, 根据该规划, 到2017年, 浙江省印染行业计划淘汰落后产能30亿米。另一方面, 逐步严格的环保要求增加了印染企业的治理投入, 生产成本逐渐增加, 行业内中小企业经营困难逐渐加剧, 规模以上企业在技术和环保达标方面的优势将更为突出。

总体来看, 印染行业盈利情况改善, 2013年1~12月份, 规模以上1906家印染企业实现主营业务收入3641.02亿元, 同比增长8.01%, 增速高于去年同期0.96个百分点; 实现利润总额183.88亿元, 同比增长18.15%, 高于去年同期4.77个百分点。2013年1~12月份, 规模以上印染企业亏损企业户数238家, 同比减少46家, 亏损面12.49%; 亏损企业亏损总额8.89亿元, 同比降低22.79%。2013年规模以上印染企业亏损面低于2012年全年, 且呈收窄趋势。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司业务规模保持增长，经营状况总体稳定

公司主要从事印染纺织及与之配套的热电、煤炭贸易和运输等业务。跟踪期内，印染行业淘汰产能以及环保治理要求等因素影响下，公司凭借规模和技术方面的优势，市场竞争力逐步增强，公司主营业务规模稳步增长。2013 年实现主营业务收入 292,390.50 万元，同比增长 15.02%。纺织业务类（包括印染及印染纺织、织造布和非织造布）实现营业收入 253,895.10 万元，同比增长 14.18%；电力蒸汽业务实现收入 55,394.55 万元，同比下降 6.74%；煤炭贸易业务实现销售收入 41,068.63 万元，同比下降 1.04%。运输业务有所增长，工业用水业务收入有所下降。截至 2013 年，公司主营业务收入结构未发生明显变化，纺织业务收入占主营业务收入的 71.10%¹、电力蒸汽收入占 15.51%、煤炭销售收入占 11.50%。

毛利率方面，纺织业务和电力蒸汽业务毛利率增长，煤炭销售业务毛利率变化不大。总体来看，公司业务稳定增长，纺织业务收入是公司的主要收入来源，业务结构稳定，整体状况稳定。

表4 近年公司主营业务收入和毛利率情况²（单位：万元）

产品名称	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
印染及印染纺织品收入	222,960.47	27.03%	192,840.91	21.35%
电力、蒸汽收入	55,394.55	25.02%	59,395.37	21.73%
燃煤销售收入	41,068.63	2.90%	41,500.51	2.55%
非织造布收入	16,810.75	15.88%	16,139.81	11.68%
织造布收入	14,123.88	17.62%	13,380.83	17.47%
运输收入	5,927.33	8.83%	5,518.56	-12.96%
工业用水	832.69	11.44%	851.88	10.35%
小计	357,118.30	22.71%	329,627.87	17.82%
抵销	64,727.80	-0.03%	75,415.45	-0.02%
抵销后小计	292,390.50	27.75%	254,212.43	23.11%

资料来源：公司年报

公司纺织业务总体上保持了稳定增长，盈利水平提高，但行业运行的不确定性因素较多，公司面临一定的行业下行风险

¹ 按照抵消前主营业务收入进行计算，此后比例计算同此。

² 按照抵消前主营业务收入进行计算。

跟踪期内，受行业需求不足、产能淘汰和环保标准提高等因素影响，行业内部分企业的经营压力加大，规模以上企业竞争优势凸显。面对复杂的经营环境，公司在现有产能基础上进一步加强技改力度，提高生产效率，加大节能减排力度。跟踪期内，公司分别进行了印染分公司第二个车间整体改造项目，印染分公司第三个车间和钱江印染化工染料车间技改印染项目设备逐步安置完成，相关车间已于 2014 年 3 月 1 日投入生产；美时达印染改造新建三层厂房项目和航民热电有限公司第三台锅炉改造项目完工。

公司是浙江省纺织印染龙头企业之一，公司产业配套完善、生产规模集中，印染能力较强，2013 年公司获得“中国印染行业竞争力二十强企业”称号。随着公司技改项目逐步完成，公司产能产量规模不断上涨。2013 年公司理论印染产能为 110,000 万米，完成销量为 100,687 万米。

表5 近年公司印染及印染纺织业务产销情况（单位：万米）

项目	2013 年	2012 年
理论产能	101,000	99,000
产量	95,687	92,165
销量	95,687	92,165

资料来源：公司提供

目前公司产能规模较大，在行业内处于优势地位。另外，技改项目也有助于提高公司的产品质量，提高生产效率。跟踪期内，公司一次印染成功率提高，印染产品质量提高，附加值增加，公司利润空间扩大。在印染行业淘汰落后产能等背景下，公司在规模和技术方面的优势逐渐凸显。2013 年公司产销量保持增长，毛利率有所提高，增长较为稳定。

表6 近年公司纺织业务收入情况（单位：万元）

产品名称	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
印染及印染纺织品收入	222,960.47	27.03%	192,840.91	21.35%
非织造布收入	16,810.75	15.88%	16,139.81	11.68%
织造布收入	14,123.88	17.62%	13,380.83	17.47%
合计	253,895.10	25.77%	222,361.55	20.41%

资料来源：公司年报

目前公司客户较为分散，前五大客户销售额占公司销售总额的 10.91%。但当前纺织行业仍处于周期性低谷，印染行业产能过剩，印染行业仍是目前淘汰落后产能的重点行业，随着近年来国家对环保要求的逐步提高，印染企业的治理成本不断提高，行业运行的不确

定性因素较多，公司仍面临一定的行业下行风险。

电力、蒸汽和煤炭等配套业务是公司收入的重要补充，具有一定的配套产业优势；但随着环保排污等标准提高，公司面临一定的环保政策风险

电力、蒸汽和煤炭销售业务是印染纺织的配套产业，是公司主营业务收入的重要补充。近年来电力、蒸汽和煤炭销售收入占主营业务收入的 27.01%。

跟踪期内，蒸汽价格随煤炭价格下降，收入规模略有下降。但电力、蒸汽业务毛利率有所提高，一方面是煤炭等能源价格下降导致生产成本降低，另一方是调整热电机组运行方式，提高了热能效率。2013 年公司生产蒸汽量 217.34 万吨、发电量 33,709.9 万千瓦。公司所发电力大部分通过上网销售，蒸汽用于子公司部分约占总供气量的 70%，其余部分用于满足瓜沥临港工业园区和江东工业园区企业需求。

表7 近年公司电力、蒸汽和煤炭业务收入和毛利率情况（单位：万元）

产品名称	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
电力、蒸汽收入	55,394.55	25.02%	59,395.37	21.73%
燃煤销售收入	41,068.63	2.90%	41,500.51	2.55%

资料来源：公司年报

跟踪期内，公司煤炭销售业务收入略有下降，主要是煤炭价格下降所致。2013 年公司煤炭采购量 81.42 万吨，其中 65% 以上用于公司电力、蒸汽业务及印染纺织所需。

表8 近年来公司煤炭购销情况（单位：吨、元/吨）

项目	2013 年	2012 年
采购量	814,207	808,585
采购均价	479.86	623.85
销售量	273,148	233,717
自用量	541,059	574,868

资料来源：公司提供

除电力、蒸汽和煤炭贸易业务外，航运和工业用水也属于印染纺织配套业务，对收入贡献较小。目前公司已形成了以印染为主业，热电、织造、航运配套发展的产业链。具有印染、热电、煤炭配套的产业优势，但其他各板块对印染纺织依赖较大，易受主业经营状况影响。

考虑到目前节能降耗以及环保标准不断提高的情况，公司所从事的印染纺织及热电业务易受相关政策影响。如相关标准提高，公司目前所具有的环保优势将受到挑战。同时，

为了达到更高的要求 and 标准，公司将在技改排放等方面的投入较大，将在一定程度增加公司的经营成本。

跟踪期内公司海运业务有所改善，未来仍有较大的不确定性

海运行业仍处于周期性底部，2013 年下半年海运运价回升，油价稳中有降，对公司海运业务板块扭亏起到了较大的贡献。公司目前共计拥有三艘散货船，2013 年公司通过改变经营方式，提高了航次数量及航次质量，且三艘船没有进行大修，保障了运力的有效利用，在一定程度上改善了海运板块的经营情况。目前海运运费价格仍不高，运费价格仍存在很大的不确定性。对此，公司在稳固既有货源的基础上，拓展新的货源，以灵活多变的经营手段，努力实现扭亏为盈。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012-2013 年的审计报告，上述报告均按照新会计准则编制。截至 2013 年 12 月 31 日，纳入公司合并报表范围的子公司共计 10 家（详见附录四）。

财务分析

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产逐年增长，资金面较为充裕

截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产规模 345,332.51 万元，较 2012 年末增长明显。其中流动资产占 43.70%，主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成。截至 2013 年 12 月 31 日，公司货币资金余额为 61,704.00 万元，其中 1,018.37 万元为保证金流动性受限。应收票据全部为银行承兑汇票，应收账款主要为应收客户的货款，从账龄结构来看，1 年期以内的应收账款占比 98.63%。随着业务规模扩大，应收票据和应收账款规模有所增长。公司存货主要由印染材料和煤炭等原材料构成。公司印染业务主要以订单加工的形式进行生产，受棉花及纺织品价格波动影响较小。由于煤炭价格下降和公司染料去库存等因素影响，2013 年公司存货规模有所下降。若未来煤炭和染料价格下降，公司存货则面临一定的

跌价风险。

非流动资产主要有固定资产和其他非流动资产构成，公司的固定资产规模较大，主要由专用设备和厂房构成，成新率在 55% 左右。另外还有部分运输工具，主要是散货船，截至 2013 年末，航民富春号散货船用于抵押。

其他非流动资产主要为委托贷款。截至 2013 年底，公司委托贷款规模为 4 亿元，其中，2012 年公司委托中国农业银行股份有限公司杭州萧山支行向杭州萧山瓜沥镇城建投资开发有限公司发放贷款 1.5 亿元，利率为 9%，并由杭州萧山城区建设有限公司提供连带责任担保；2013 年公司委托中国农业银行股份有限公司杭州萧山支行向浙江湘湖旅游度假区投资发展有限公司发放贷款 2.5 亿元，利率为 9.8%，并由浙江湘湖旅业投资有限公司提供连带责任担保。公司委托贷款期限皆在一年以内。

整体来看，得益于债券公开发行，公司资产规模逐渐扩大，整体来看公司资金面较为充裕。委托贷款虽然有第三方提供担保，但仍存在一定的回收风险。

表9 2012-2013年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	150,905.13	43.70%	115,230.69	40.93%
货币资金	61,704.00	17.87%	46,779.68	16.61%
应收票据	40,466.15	11.72%	32,429.28	11.52%
应收账款	18,237.21	5.28%	15,598.49	5.54%
存货	12,739.44	3.69%	14,769.95	5.25%
非流动资产合计	194,427.38	56.30%	166,330.41	59.07%
固定资产	140,539.57	40.70%	136,882.77	48.62%
其他非流动资产	42,229.23	12.23%	17,671.79	6.28%
资产总计	345,332.51	100.00%	281,561.09	100.00%

资料来源：公司审计报告

资产运营效率

公司生产经营运营效率较为稳定，跟踪期内，委托贷款等资产增长，总资产运营效率受到影响

跟踪期内，公司收入规模逐渐增长，应收账款规模随之增加。但因煤炭等原材料价格下降，公司存货规模和应付账款规模有所减少。2013 年公司应收账款周转天数相对稳定，

存货和应付账款周转天数下降，公司净营业周期缩短。目前公司主要通过技改等方式提高生产能力和效率，固定资产增长不大，固定资产周转天数下降。但 2013 年公司委托贷款等资产规模增长较大，总资产周转天数有所提高。总体来看，公司生产经营运营效率较为稳定，跟踪期内，委托贷款等资产增长，总资产运营效率受到影响。

表10 2012-2013年公司主要资产构成情况（单位：天）

项目	2013年	2012年
应收账款周转天数	20.78	20.30
存货周转天数	23.42	28.75
应付账款周转天数	19.36	22.88
净营业周期	24.84	26.17
流动资产周转天数	163.45	148.24
固定资产周转天数	170.38	183.77
总资产周转天数	385.02	365.04

资料来源：公司审计报告

盈利能力

跟踪期内，公司收入规模增长利润水平提高，整体盈利能力增强；但人工成本上涨等因素对公司造成一定的压力

跟踪期内，公司收入规模稳步增长，2013 年实现营业收入 293,079.25 万元，同比增长 15.02%，其中纺织业务收入同比增长 14.18%。另外，目前公司已形成印染为主，纺织、热电、煤炭等产业为辅的配套产业优势，在一定程度上降低了纺织业务成本。2013 年公司综合毛利率为 27.85%。

从生产成本构成方面来看，随着职工薪酬等各方面支出增加，公司人工成本增长较快，2013 年直接人工成本增长 15.46%，超过营业收入增速。公司从事的印染纺织业务具有劳动密集型的特点，随着职工薪酬标准的提高，公司面临一定的劳动用工成本上升压力。

表11 2013年公司生产成本构成及同比变化情况（单位：万元）

项目	金额	占总成本比例	金额同比变化
直接材料	166,532.74	60.34%	-0.88%
直接人工	37,394.40	13.54%	15.46%
制造费用	72,086.90	26.12%	2.24%

资料来源：公司年报

期间费用方面，跟踪期内，公司加大研发投入力度，2013年技术开发费支出8,733.80万元，同比增长2,554.44万元，受此影响公司管理费用增长2,743.40万元。财务费用方面，虽然公司负债规模增长，但委托贷款取得的相关利息收益有效的弥补了负债增加导致的利息支出增长，2013年公司财务费用规模有所下降。销售费用随收入增长有所增加。2013年公司期间费用率增至7.73%。

随着公司收入增长和毛利率提高，公司盈利能力增强，2013年实现营业利润58,147.95万元，利润总额58,656.48万元。总资产回报率增至19.73%。

表12 2012-2013年公司主要盈利指标及变化情况（单位：万元）

项目	2013年	2012年
营业收入	293,079.25	254,791.48
营业利润	58,147.95	38,395.09
利润总额	58,656.48	39,440.86
净利润	47,415.47	31,897.74
综合毛利率	27.85%	23.23%
期间费用率	7.73%	7.45%
总资产回报率	19.73%	16.28%

资料来源：公司审计报告

现金流

公司经营活动现金生成能力良好，经营活动现金流表现较好

2013年公司实现净利润47,415.47万元，同比增长显著，公司经营所得现金（FFO）随之增长。2013年公司运营资本净投入16,233.47万元，较2012年有所增加。综合影响下，2013年公司经营活动现金净流入47,771.23万元。2013年公司投资活动现金流出主要是用于技改项目的投资和用于委托贷款的现金流出，2013年投资活动现金净流出43,923.48万元。筹资活动方面，2013年公司公开发行2.5亿元公司债券，收到现金24,762.50万元，筹资活动现金净流入11,403.41万元。2013年公司现金及现金等价物净增加额15,225.95万元。

表13 2012-2013年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2013年	2012年
净利润	47,415.47	31,897.74
非付现费用	15,332.85	14,789.29
非经营损益	1,832.41	2,537.77
FFO	64,580.73	49,224.80

营运资本变化	-16,233.47	-7,304.40
其中：存货减少（减：增加）	2,030.90	1,708.24
经营性应收项目的减少（减：增加）	-23,356.02	-13,788.14
经营性应付项目增加（减：减少）	5,091.65	4,775.50
其他	-576.03	-847.34
经营活动现金流量净额	47,771.23	41,073.06
投资活动的现金流量净额	-43,923.48	-36,301.12
筹资活动产生的现金流量净额	11,403.41	11,905.60
现金及现金等价物净增加额	15,225.95	16,675.09

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

公司负债水平不高，负债结构有所改善，债务压力不大，随着盈利能力改善，公司偿债能力增强

跟踪期内，公司经营情况稳定，随着利润增长，公司所有者权益增加，截至 2013 年底公司所有者权益增至 235,348.33 万元。2013 年公司公开发行 2.5 亿元公司债券，导致非流动负债显著增长，公司负债结构优化，2013 年公司负债总额增至 109,984.18 万元。截至 2013 年 12 月 31 日公司产权比为 46.73%。

表14 2012-2013年公司资本构成情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
负债总额	109,984.18	78,965.08
所有者权益	235,348.33	202,596.01
产权比	46.73%	38.98%

资料来源：公司审计报告

流动负债主要由短期借款、应付账款、应付职工薪酬和应交税费构成。截至 2013 年底，公司短期银行借款余额为 6,800 万元，变化不大。应付账款主要是应付原料采购款，由于煤炭等原料价格下跌，预付货款规模有所下降。非流动负债主要由应付债券和其他非流动负债构成。公司分别于 2012 年和 2013 年发行第一期和第二期公司债券，截至 2013 年底账面余额为 56,684.91 万元。其他非流动负债主要是一次性蒸汽入网费 1,232.20 万元和涉及节能降耗的政府补助 6,341.51 万元。

表15 2012-2013年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
----	--------	--------

	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	45,725.55	41.57%	37,744.85	47.80%
短期借款	6,800.00	6.18%	6,900.00	8.74%
应付账款	10,833.45	9.85%	11,912.80	15.09%
应付职工薪酬	11,347.88	10.32%	9,721.88	12.31%
应交税费	8,258.20	7.51%	5,364.61	6.79%
非流动负债合计	64,258.62	58.43%	41,220.23	52.20%
应付债券	56,684.91	51.54%	31,332.09	39.68%
其他非流动负债	7,573.71	6.89%	8,088.14	10.24%
负债合计	109,984.18	100.00%	78,965.08	100.00%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，随着负债规模增长，资产负债率提高到 31.85%，负债水平不高，流动比率和速动比率均有显著改善；跟踪期内，公司盈利水平上升，利息保障倍数有所提高，公司偿债能力增强。

表16 2012-2013年主要偿债指标情况

偿债能力	2013 年	2012 年
资产负债率	31.85%	28.05%
流动比率	3.30	3.05
速动比率	3.02	2.66
EBITDA 利息保障倍数	24.25	21.61
EBITDA(万元)	77,015.97	56,796.06

资料来源：公司审计报告

六、债券偿还保障分析

浙江航民实业集团有限公司为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的偿还提供一定的保障

本期债券由航民实业提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。截至 2013 年 12 月 31 日，航民实业总资产 611,059.42 万元，归属于母公司的所有者权益 98,150.54 万元，资产负债率为 53.49%，2013 年航民实业实现营业收入 1,118,334.43 万元，利润总额 68,715.27 万元，经营活动现金流净额 55,204.28 万元。

表17 航民实业主要财务数据（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
总资产	611,059.42	526,419.85

归属于母公司所有者权益	98,150.54	85,480.93
资产负债率	53.49%	52.95%
流动比率	1.40	1.36
速动比率	0.95	0.83
营业收入	1,118,334.43	810,764.36
营业利润	68,420.43	38,216.41
利润总额	68,715.27	40,594.54
综合毛利率	9.83%	9.05%
总资产回报率	14.28%	-
EBITDA	99,298.59	69,526.06
EBITDA 利息保障倍数	7.95	6.67
经营活动现金流净额	55,204.28	39,368.43

资料来源：航民实业审计报告

航民实业业务涉及印染纺织、金银首饰、稀贵金属、贸易、房地产及餐饮服务等领域。跟踪期内，航民实业的收入来源主要为纺织业务、金银首饰销售和稀贵金属销售收入。收入来源多元化，有利于减少行业波动对公司的影响。2013 年航民实业业务规模显著增长，主营业务毛利率有所提高。

表18 2012-2013年航民实业主营业务收入情况（单位：万元）

行业名称	2013 年		2012 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
纺织业	269,906.18	24.03%	245,818.23	17.98%
电力生产业	55,394.55	25.02%	59,395.37	21.73%
批发业	225,933.99	2.46%	50,756.83	2.35%
交通运输业	5,927.33	8.83%	5,518.56	-12.96%
水利管理业	832.69	11.44%	851.88	10.35%
住宿和餐饮业	6,692.85	22.27%	7,705.60	14.23%
商务服务业	1,136.87	11.77%	1,782.86	7.33%
房地产业	4,811.36	59.56%	269.04	7.92%
制造业	783,305.41	2.58%	531,896.81	2.67%
小计	1,353,941.23	8.10%	903,995.17	8.09%
抵销	236,424.77	-	93,932.31	-
合计	1,117,516.46	9.79%	810,062.87	8.99%

资料来源：航民实业审计报告

我们认为，航民实业为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的偿还提供了一定的保障。

七、评级结论

2013年我国宏观经济增速放缓，市场需求增长有限。纺织行业有效需求不足，印染行业增速放缓，行业淘汰落后产能，环保要求不断提高，企业环境治理成本增加，行业内企业经营压力加大。跟踪期内，人力资源成本增加，对公司盈利构成一定的压力。面对复杂的经营环境，公司提高生产设备的技术水平，提高生产效率并提高产品品质。公司保持了纺织业务收入的增长，毛利率逐渐提高，整体盈利能力增强。目前公司资金较为充足，现金流状况较为稳定，随着盈利能力改善，公司偿债能力增强。另外，较为完善的配套产业和生产基地相对集中的优势，也增强了公司成本控制能力。总体来看，公司业务逐渐增长，整体状况稳定。但考虑到宏观经济状况及行业环境，公司仍面临一定的行业下行风险。由浙江航民实业集团有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券的偿付起到一定的保障作用。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级 AA，维持本期债券信用等级 AA，评级展望维持稳定。

附录一 合并资产负债表（万元）

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	61,704.00	46,779.68	29,521.89
应收票据	40,466.15	32,429.28	29,391.66
应收账款	18,237.21	15,598.49	13,129.57
预付款项	9,448.96	4,891.08	5,873.04
应收利息	112.36	37.50	-
其他应收款	97.70	350.22	211.04
存货	12,739.44	14,769.95	16,474.43
其他流动资产	8,099.29	374.48	-
流动资产合计	150,905.13	115,230.69	94,601.63
固定资产	140,539.57	136,882.77	123,242.33
在建工程	3,436.94	4,073.85	9,481.52
无形资产	7,738.00	7,174.60	7,281.80
长期待摊费用	149.67	176.24	245.73
递延所得税资产	333.98	351.14	306.44
其他非流动资产	42,229.23	17,671.79	-
非流动资产合计	194,427.38	166,330.41	140,557.82
资产总计	345,332.51	281,561.09	235,159.45
短期借款	6,800.00	6,900.00	11,540.00
交易性金融负债	-	-	29.49
应付票据	1,436.74	1,710.00	1,130.00
应付账款	10,833.45	11,912.80	12,946.26
预收款项	1,265.48	1,174.03	1,032.52
应付职工薪酬	11,347.88	9,721.88	8,159.17
应交税费	8,258.20	5,364.61	6,733.27
应付利息	14.31	14.79	26.98
应付股利	4,025.00	-	-
其他应付款	844.50	946.73	1,144.48
一年内到期的非流动负债	900.00	-	-
流动负债合计	45,725.55	37,744.85	42,742.18
长期借款	-	1,800.00	2,700.00
应付债券	56,684.91	31,332.09	-
其他非流动负债	7,573.71	8,088.14	7,656.24
非流动负债合计	64,258.62	41,220.23	10,356.24
负债合计	109,984.18	78,965.08	53,098.42

实收资本（或股本）	63,531.00	42,354.00	42,354.00
资本公积	10,369.91	31,659.84	31,518.83
盈余公积	16,321.36	13,111.85	11,012.36
未分配利润	119,991.41	91,468.19	74,387.82
归属于母公司所有者权益合计	210,213.69	178,593.88	159,273.01
少数股东权益	25,134.64	24,002.13	22,788.03
所有者权益合计	235,348.33	202,596.01	182,061.04
负债和所有者权益总计	345,332.51	281,561.09	235,159.45

附录二 合并利润表（万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
一、营业总收入	293,079.25	254,791.48	243,337.93
其中：营业收入	293,079.25	254,791.48	243,337.93
二、营业总成本	236,766.11	216,778.62	207,120.92
其中：营业成本	211,449.73	195,602.37	190,879.16
营业税金及附加	2,489.27	2,014.49	1,682.52
销售费用	4,662.76	3,669.13	3,375.05
管理费用	16,119.60	13,376.21	10,313.57
财务费用	1,885.09	1,943.18	599.39
资产减值损失	159.65	173.24	271.23
加：公允价值变动收益	-	29.49	-29.49
投资收益	1,834.81	352.74	-
三、营业利润	58,147.95	38,395.09	36,187.52
加：营业外收入	1,651.16	1,986.39	2,445.23
减：营业外支出	1,142.63	940.62	1,055.62
其中：非流动资产处置损失	691.42	540.28	545.28
四、利润总额	58,656.48	39,440.86	37,577.13
减：所得税费用	11,241.01	7,543.12	7,587.56
五、净利润	47,415.47	31,897.74	29,989.57

附录三--1 合并现金流量表（万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	253,132.41	223,429.77	204,485.03
收到的税费返还	455.18	423.48	568.98
收到其他与经营活动有关的现金	1,796.31	1,157.70	1,038.32
经营活动现金流入小计	255,383.90	225,010.96	206,092.33
购买商品、接受劳务支付的现金	125,408.98	112,214.84	125,532.49
支付给职工以及为职工支付的现金	45,809.13	40,566.77	34,039.51
支付的各项税费	32,352.77	27,170.54	21,755.71
支付其他与经营活动有关的现金	4,042.67	3,985.74	3,449.11
经营活动现金流出小计	207,612.67	183,937.90	184,776.81
经营活动产生的现金流量净额	47,771.23	41,073.06	21,315.53
二、投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1,154.05	800.11	433.21
收到其他与投资活动有关的现金	2,322.34	2,041.63	1,887.59
投资活动现金流入小计	3,476.39	2,841.74	2,320.81
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	14,399.87	23,942.86	18,966.46
支付其他与投资活动有关的现金	33,000.00	15,200.00	-
投资活动现金流出小计	47,399.87	39,142.86	18,966.46
投资活动产生的现金流量净额	-43,923.48	-36,301.12	-16,645.65
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	12,300.00	13,500.00	17,621.10
发行债券收到的现金	24,762.50	29,625.00	-
筹资活动现金流入小计	37,062.50	43,125.00	17,621.10
偿还债务支付的现金	13,300.00	19,040.00	14,628.14
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11,302.15	11,165.57	10,959.32
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	375.00	1,575.00	2,598.75
支付其他与筹资活动有关的现金	1,056.94	1,013.83	3,960.00
筹资活动现金流出小计	25,659.09	31,219.40	29,547.45
筹资活动产生的现金流量净额	11,403.41	11,905.60	-11,926.35
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-25.21	-2.45	-28.31
五、现金及现金等价物净增加额	15,225.95	16,675.09	-7,284.79
加：期初现金及现金等价物余额	45,459.68	28,784.59	36,069.38
六、期末现金及现金等价物余额	60,685.63	45,459.68	28,784.59

附录三--2 合并现金流量补充资料（万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	47,415.47	31,897.74	29,989.57
加：资产减值准备	149.60	61.88	212.81
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	14,581.40	14,100.48	13,564.09
无形资产摊销	575.28	557.43	618.80
长期待摊费用摊销	26.57	69.49	84.96
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	322.12	328.99	315.56
固定资产报废损失	137.12	18.95	26.36
公允价值变动损失	-	-29.49	29.49
财务费用	3,190.82	2,616.76	801.96
投资损失	-1,834.81	-352.74	-
递延所得税资产减少	17.17	-44.70	1,200.42
存货的减少	2,030.90	1,708.24	-1,736.07
经营性应收项目的减少	-23,356.02	-13,788.14	-23,382.19
经营性应付项目的增加(5,091.65	4,775.50	556.69
其他	-576.03	-847.34	-966.92
经营活动产生的现金流量净额	47,771.23	41,073.06	21,315.53
现金的期末余额	60,685.63	45,459.68	28,784.59
减：现金的期初余额	45,459.68	28,784.59	36,069.38
现金及现金等价物净增加额	15,225.95	16,675.09	-7,284.79

附录四 截至 2013 年 12 月 31 日公司合并范围内子公司情况（万元）

子公司名称	注册资本	经营范围	持股比例
杭州航民热电有限公司	5,500	火力发电，蒸汽	80%
杭州航民达美染整有限公司	1,900（美元）	高档棉布、麻布及混纺织物的印染、加工	75%
杭州航民美时达印染有限公司	750（美元）	高档棉布、麻布及混纺织物的印染、加工	75%
浙江航民海运有限公司	8,000	国内沿海、长江中下游及珠江水系普通货船运输	100%
杭州航民小城热电有限公司	10,000	火力发电，蒸汽	100%
杭州航民江东热电有限公司	12,000	火力发电，蒸汽	100%
杭州钱江印染化工有限公司	1,300（美元）	生产、销售分散性染料及化纤面料，化纤织物印染、整理加工	70%
杭州澳美印染有限公司	1,000（美元）	化纤、混纺织物的印染、整理	70%
杭州萧山航民污水处理有限公司	1,000	污水处理、工业用水处理	100%
杭州萧山航民非织造布有限公司	3,000	生产、销售非织造布、无纺布	100%

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{主营业务收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	扣除预收账款后的资产负债率	$(\text{总负债} - \text{预收账款}) / (\text{总资产} - \text{预收账款}) \times 100\%$
	产权比率	$\text{总负债} / \text{所有者权益} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
	FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} - \text{非经营收益}$

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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。