

江苏联发纺织股份有限公司

2012 年公司债券 2015 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。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号：
鹏信评【2015】跟踪第
【83】号 01

债券剩余规模：
8 亿元

债券到期日期：
2017 年 10 月 25 日

债券偿还方式：
按年付息、到期一次还
本

分析师

姓名：
杨涛 刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
yangt@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

江苏联发纺织股份有限公司 2012 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 05 月 15 日	2014 年 05 月 11 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对江苏联发纺织股份有限公司（以下简称“联发股份”或“公司”）及其 2012 年 10 月 25 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2015 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。该评级结果是考虑到公司经营较为稳定，主要产品产销量均实现增长，公司资产流动性进一步提高，公司经营活动现金流表现较好，同时我们也关注到公司仍存在一定的成本控制压力、有息负债规模较大以及存在一定汇率风险等风险因素。

正面：

- 公司经营较为稳定，主要产品产销量均实现增长。2014 年公司实现主营业务收入 308,029.87 万元，同比增长 5.65%，综合毛利率为 20.60%，基本保持稳定。2014 年公司主要产品色织布、印染布、衬衫产量分别同比增长 3.85%、20.63%、5.87%，销量分别同比增长分别为 2.48%、28.71%、6.57%。
- 公司资产流动性进一步提高。公司资产以流动资产为主，截至 2014 年底，流动资产占总资产比重为 64.59%，同比增长 8.21 个百分点；现金、银行理财产品、国债逆回购合计 162,523.57 万元，占流动资产总额的 58.64%，同比增长 8.43 个百分点。
- 公司经营活动现金流表现较好。2014 年由于公司提高银票支付比例并实施去库存策略，公司营运资本同比降低 14,087.61 万元，经营活动现金流量净流入 62,223.65 万元，同比增加 28,148.33 万元。

关注：

- **公司仍存在一定的成本控制压力。**尽管国内外棉价差缩窄，但由于棉花直补政策实施效果不确定，国内外棉价差仍然较大，且纺织行业人工成本、能源成本持续上升，公司今年可能继续存在一定的成本控制压力。
- **公司有息负债规模较大。**截至 2015 年 3 月底，公司有息债务规模为 100,919.92 万元，同比降低 2.79%。公司有息负债规模仍较大，存在一定的本息偿付压力。
- **公司存在一定汇率风险。**公司产品以外销为主，2014 年外销比例为 68.69%，收入以美元结算为主，但原材料采购以国内棉纱采购为主，公司外汇风险敞口较大，存在一定汇率风险。此外，随着人民币汇率市场化的进行，人民币汇率波动幅度将继续增大，对公司经营的稳定性产生不利影响

主要财务指标：

项目	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	433,616.13	429,045.50	401,519.27	380,794.74
股东权益合计（万元）	275,992.82	271,819.67	255,198.66	235,894.11
有息债务（万元）	100,919.92	99,878.83	102,740.89	110,842.89
资产负债率	36.35%	36.65%	36.44%	38.05%
流动比率	3.64	3.81	3.72	4.08
速动比率	2.93	3.08	2.65	3.24
营业收入（万元）	78,780.29	339,158.31	320,514.69	273,091.97
营业利润（万元）	6,751.23	40,476.40	37,159.90	30,066.04
利润总额（万元）	6,756.00	43,645.79	40,425.65	32,161.05
综合毛利率	18.73%	20.60%	20.74%	20.80%
总资产回报率	-	12.02%	11.98%	10.83%
EBITDA（万元）	-	67,413.15	62,560.95	48,498.64
EBITDA 利息保障倍数	-	10.77	2.27	16.61
经营活动净现金流净额（万元）	-2,688.50	62,223.65	34,075.32	31,614.55

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告和 2015 年第一季度报告，鹏元整理

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《关于核准江苏联发纺织股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可【2012】1202号文核准，公司于2012年10月25日发行了票面利率为6.20%的5年期公司债券，共募集资金8亿元，扣除发行费用，募集资金净额为78,991.00万元。

本期债券期限为5年，每年支付一次利息。公司有权决定在本期债券存续期的第3年末上调本期债券后2年的票面利率¹，上调幅度为0至100个基点（含本数）。公司将于本期债券第3个计息年度付息日（即2015年10月25日）前的第10个交易日刊登关于是否上调本期债券票面利率以及上调幅度的公告。公司发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第3个计息年度付息日将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期债券。

截至2015年4月底，公司已支付本期债券利息两次，本金未兑付，详细本期债券本息兑付情况如表1所示。本期债券发行所募集资金已使用完毕，全部用于补充流动资金。

表1 截至2015年4月31日本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013.10.24	80,000	-	4,960	80,000
2013.10.24	80,000	-	4,960	80,000
合计	80,000	-	9,920	80,000

资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

2014年5月，公司以资本公积金每10股转5股，转增后公司注册资本和实收资本均为32,370万元。2014年公司实际控制人未发生变化，仍为孔祥军、崔恒富、陈警娇、黄长根，四人合计持有江苏联发集团股份有限公司57.38%的股份。2014年公司未发生重大人事变更。截至2014年底，公司控股股东江苏联发集团股份有限公司持有公司40.45%的股权，其中用于质押的股份数为3,990万股，占总股本的12.33%。2014年，公司主营业务未发生变化。

表2 2014年公司合并报表范围变化情况

1、2014年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
AMM 制衣（柬埔寨）公司	67.00%	201.06 万美元	衬衣	非同一控制下企业合并
联发恒宇（柬埔寨）制衣有限公司	100.00%	100 万美元	衬衣	新设立

¹ 公司目前暂未披露是否于2015年10月25日上调本期债券票面利率以及上调幅度。

亿联服装贸易有限公司	100.00%	500 万美元	贸易	新设立
------------	---------	---------	----	-----

2、2014 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表原因
江苏苏中占姆士服饰有限公司	100.00%	500 万元	衬衣	吸收合并
江苏联发海之源医药有限公司	60.00%	3,000 万元	研发抗肿瘤药物	股权转让
南京安美科技有限公司	100.00%	510 万元	原料药和中间体	股权转让

资料来源：公司提供，鹏元整理

2014年，新纳入公司合并范围的子公司3家，其中AMM制衣（柬埔寨）公司系公司收购，联发恒宇（柬埔寨）制衣有限公司、亿联服装贸易有限公司系公司投资设立。2014年不再纳入公司合并范围的子公司3家，江苏苏中占姆士服饰有限公司系吸收合并、江苏联发海之源医药有限公司、南京安美科技有限公司系公司转让股权。2014年公司无重大资产重组。

截至2014年12月31日，公司资产总额为42.90 亿元，归属于母公司的所有者权益合计为26.10 亿元，资产负债率为36.65%；2014年度，公司实现营业收入33.92 亿元，利润总额4.36 亿元，经营活动现金净流入6.22 亿元。

三、运营环境

2014年纺织行业发展缓中趋稳，主要指标增速回落，运行质量效益稳定，结构调整取得进展

受原料价格大幅波动、市场需求放缓以及自身发展阶段转换等内外因素影响，纺织行业延续了“十二五”以来总量增速逐年放缓的态势，各项指标增速较2013年均不同程度下降。据国家统计局发布的数据，2014年，全年规模以上工业中，纺织业工业增加值比上年增长6.7%，增速同比下滑2个百分点；其中，纱产量3,379.2万吨，比上年增长5.6%，增速同比下滑1.6个百分点；布产量893.7亿米，比上年减少0.4%，增速同比下滑4.4个百分点；化学纤维产量4,389.8万吨，比上年增长5.5%，增速同比下滑1.9个百分点²。

2014年纺织行业运行质量效益稳定。据中国工业报报导，全国去年纺织行业主营业务收入达到67,220.1亿元，同比增长6.8%；利润总额为3,662.7亿元，同比增长6.1%。主营业务收入利润率5.45%，与上年同期基本持平。此外，三费所占比重6.17%，略下降0.02个百分点，产成品周转率20.57次，提高0.8%，表明企业管理水平有所改善。

2014年纺织行业结构调整取得一定进展。一是市场开拓和品牌建设能力有所提升，终端产品如服装、家纺、产业用纺织品行业利润率均在5.7%以上，高于原料或半成品行业。

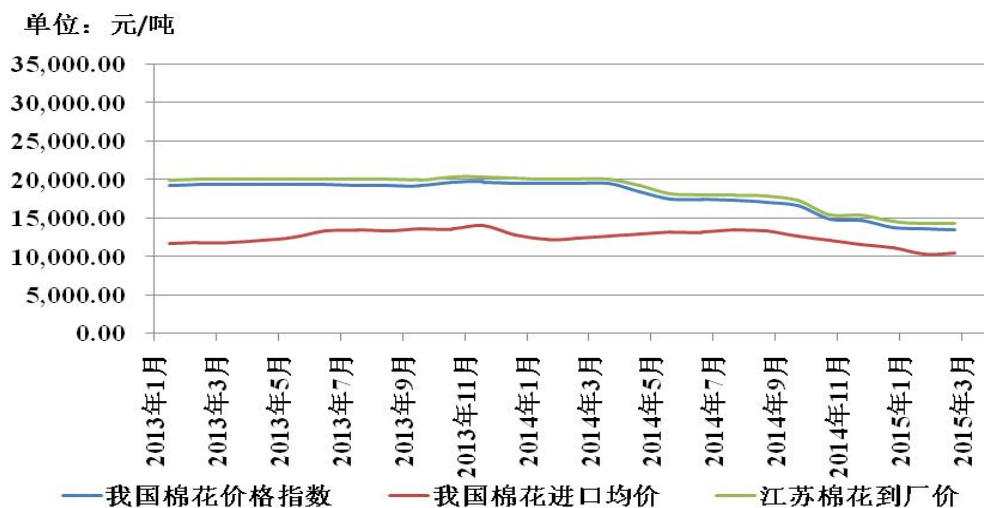
² 数据来源于《2013 年国民经济和社会发展统计公报》与《2014 年国民经济和社会发展统计公报》。

二是投资有所优化，纺织行业500万元以上项目固定资产投资同比增长13.4%。三是产业用纺织品行业继续较快增长。在纺织大行业减速调整的背景下，产业用纺织品、家用纺织品等子行业日益成为纺织产业链上新的增长点。去年，我国规模以上产业用纺织品行业工业增加值同比增长11.7%，高于纺织全行业增速4.7个百分点；利润总额同比增长13.8%，高于全行业增速7.7个百分点³。

受复杂的国内棉花市场、持续上升的综合成本、严峻的环保形势以及日趋激烈的国际竞争等因素影响，我国纺织行业仍面临较大的下行压力

多年来棉花价格大起大落，国内外棉价差不断扩大，严重削弱了我国棉纺织企业的国际竞争力。2014年国内棉花种植补贴政策试点实行，棉花价格基本由市场形成，内外棉花价差缩小。棉价的市场化改革给纺织行业带来的有利因素。但直补政策实施效果还不确定，多年来导致国内外棉价巨幅波动的因素并未消失，受全球棉花种植面积、气候，以及期货市场推波助澜等多重因素的影响，未来国内外棉价的大幅波动仍在所难免，纺织行业平稳运行仍面临一定压力。

图1 近年我国棉花价格趋势图



日前，国家统计局发布的数据显示，在2014年全年经济增速下滑的同时，劳动年龄人口比例也出现了连续第三年的下降。2014年北京、广州、福建、江苏等发达沿海多地遭遇“用工难”的现象。另一方面，纺织行业的工人工资大约以每年15%以上的速度在递增。目前我国服装行业的工资水平约为东南亚工人的3倍以上，在企业产品成本中，劳动力成本占比明显上升，劳动力愈来愈贵的趋势将成为我国纺织行业面临的新常态。

³ 数据来源于中华人民共和国工业和信息化部消费品工业司《2014年我国纺织行业运行情况及2015年形势预测》。

2015年新的环保法实施，国家对污染排放监管范围和标准不断提升，行业环保压力更加突出。部分地区对印染企业采取不准改造的一刀切限制政策，不仅不利于促进节能减排，也将影响纺织全产业链的转型升级。

纺织行业国际市场竞争更趋激烈。近年来，越南、孟加拉等国家依托劳动力成本、汇率等比较优势，在国际市场上的份额加速提升。我国纺织行业在综合成本持续上升的情况下，参与国际竞争的压力不断加大。据美国海关、日本海关数据资料显示，2014年1—11月，我国在美国纺织品服装进口总额中占比为39.06%，较上年同期下降0.82个百分点；1—11月，我国占日本纺织品服装进口总额的比重为67.59%，较上年同期下降3.7个百分点。

四、经营与竞争

公司主要进行色织布、印染布及衬衣等棉纺产品的生产和销售，产品以出口外销为主。2014年公司主营业务、主要产品无重大变化。2014年公司实现主营业务收入308,029.87万元，同比增长5.65%，增速同比有所下滑。2014年收入增长主要是系印染布业务收入增长25.44%所致。毛利率方面，2014年综合毛利率基本保持稳定。其中，色织布、印染布以及电、汽、污水处理、压缩空气毛利率有所上升，衬衣、棉纱、其他业务毛利率有所下降。2014年色织布、印染布毛利率上升，主要是系原材料棉纱价格下降所致。衬衣毛利率下降主要是贴牌接单价格下调、人员工资成本上升以及电价提高所致，2014年公司衬衣接单均价较2013年下降1.13元/件，为51.11元/件，同比下降2.16%。2014年棉纱毛利率下降，主要系2013年底公司采购棉花价格较高，而2014年棉纱销售价格下降所致。其他业务主要系原棉、加工费、针织布、废料等，其他业务毛利率下降主要系原棉及针织布毛利率下降所致，原棉及针织布毛利率分别由2013年的13.08%、4.18%下降至1.85%、3.78%。公司2013年末采购棉花量多价高，且新疆税务局规定企业当年增值税进项税第二年清零，公司2014年转入成本的增值税进项税达215万，综合以上因素，原棉毛利率下降幅度较大；针织布、色纱毛利率下降主要原因系公司2014年降价出售了部分针织布、色纱，且因部分定单质量问题进行了赔款。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
色织布	201,766.44	23.34%	199,260.15	22.83%
印染布	51,964.69	17.41%	41,425.76	16.15%
衬衣	41,013.79	23.93%	39,334.78	24.65%

棉纱	6,946.41	5.63%	6,501.99	6.45%
电、汽、污水处理、压缩空气	6,338.54	31.81%	5,021.88	31.20%
其他业务	31,128.43	4.86%	28,970.12	8.99%
合计	339,158.31	20.60%	320,514.69	20.74%

资料来源：公司 2013-2014 年年报，鹏元整理

表4 公司部分其他业务营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
原棉	5,970.92	1.85%	8,696.45	13.08%
针织布、色纱	11,709.78	3.78%	7,260.47	4.18%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司经营较为稳定，主要产品产量均实现增长

2014年公司面料产品（色织布、印染布）仍根据订单进行生产。为加快产业结构调整与转型升级，公司将色织布生产中技术成熟、劳动密集和产品附加值相对较低的织造工序以“小单元”形式对外分包。2014年公司委托招商银行海安支行向南通联飞纺织有限公司等20个入驻联发工业园区“小单元”公司提供贷款合计8,960万元人民币，贷款期限三至五年，贷款年利率均为7.08%⁴，由各公司以现有机器设备为各自的贷款本金及利息提供抵押担保。由于公司每年从给“小单元”的加工费中直接扣除利息费用，公司委托贷款风险较低。截至2014年底，与公司合作的小单元增长至40家左右，较去年增长20家，公司色织布织造工序近67%分包给小单元。由于小单元模式的扩张，2014年公司色织布的产能增长至1.6亿米/年，同比增长约11%左右，色织布外协加工⁵占比降低至11.46%，同比降低10.39个百分点。2014年公司色织布产量为19,078.33万米，同比增长3.85%。由于国内生产成本逐年增长，公司暂无色织布国内产能扩张计划，未来生产基地可能会往非洲地区转移。

表5 2013-2014 年公司色织布外协加工比重

项目	2014 年	2013 年
色织布	11.46%	21.85%

资料来源：公司提供，鹏元整理

表6 公司主要产品的产能、产量和产能利用率情况

产品	项目	2014 年	2013 年
色织布(万米)	产能（万米/年）	16,000.00	14,400.00
	总产量（万米/年，包括外协加工）	19,078.33	18,371.11
	自产量（万米/年）	16,891.95	14,357.02

⁴公司委托贷款的利息收入记入利润表的投资收益科目，2014年公司委托贷款投资收益为3,905.32万元。

⁵外协加工方式是指公司接单后将部分订单分配给公司准入的外协厂商生产，生产完成后，产品由公司统一验收入库的生产方式。

	产能利用率 ⁶	105.57%	99.70%
印染布(万米)	产能(万米/年)	6,000.00	6,000.00
	产量(万米/年)	4,058.86	3,364.81
	产能利用率	67.65%	56.08%
衬衣(万件)	产能(万件/年)	900.00	720.00
	产量	801.01	756.61
	产能利用率	89.00%	105.08%

资料来源：公司提供，鹏元整理

自2013年9月公司印染新生产线投产后，印染布产能较为稳定，产能约6,000万米/年。受益于印染布产能的扩张，2014年公司印染布产量继续快速增长，为4,058.86万米，同比增长20.63%。目前产能利用率约67%左右，公司印染布生产量未来有较大的增长空间。

公司生产的纯棉色织布是制作中高档正装衬衣的主要原材料，公司利用有效资源，形成了自身的衬衣产能，并逐步扩大。2014年公司新增两个衬衫生产基地。其中，联发恒宇（柬埔寨）制衣有限公司系公司投资新设，目前已投入1,162.81万元，尚处于基建期，预计2015年5月开始投入生产；AMM制衣（柬埔寨）公司系公司投资收购，2014年已投入生产，产能15万件/月。截至2014年底，公司衬衫产能增至900万件/年，同比增长25.00%，预计2015年将增至1,188.00万件/年。2014年公司衬衫产量为801.01万件，同比增长5.87%。

表7 2014年公司新增衬衫生产基地（单位：万件/月）

基地名称	生产的产品	投产时间	产能状况
AMM 制衣（柬埔寨）公司	衬衫	2014	15
联发恒宇（柬埔寨）制衣有限公司	衬衫	预计 2015 年 5 月	24

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司仍存在一定成本控制压力；2014年公司采用去库存策略，去库存压力略有降低

2014年公司生产成本主要由原材料、生产相关员工工资以及能源构成，分别占营业成本的55.58%、12.75%、8.66%，其中工资与能源成本增速较快，分别同比增长15.57%、12.43%。2014年公司采购模式无重大变化。

棉花采购方面，2014年由于国内外棉价差收窄以及公司棉花进口配额增加，公司棉花采购成本大幅降低。2014年公司进口棉花配额增至6,603吨，同比增长24.58%，公司普通棉花及细绒棉采购均价分别下降至1.49万元/吨、1.39万元/吨，同比下降分别为15.82%、14.20%。

棉纱采购方面，由于国内棉花价格下跌，公司大部分棉纱品种采购价格下降。公司生产使用的棉纱仍以外购为主，外购占比62.03%，外购主要为国内中高档棉纱。由于公司面料生产原材料棉纱仍以外购为主，且公司进行棉花套期保值业务规避棉花波动风险，棉花

⁶色织布产能利用率=自产量/产能。

价格波动对公司整体经营影响有限。

尽管国内外棉价差收窄，但由于棉花直补政策实施效果不确定，国内外棉价差仍然较大，公司棉花进口配额不足且2015年国家不再增发进口配额，预计公司今年棉花采购成本相对国际市场仍然较高。此外，人工成本、能源成本持续上升，公司仍继续存在一定的成本控制压力。

供应商方面，2014年公司供应商集中度略有上升。2014年公司从前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例为20.59%，同比增长2.3个百分点。

表8 棉纱外购占当期消费比重

项目	2014年	2013年
自产(吨/年)	14,448.56	12,340.65
外购(吨/年)	23,604.46	20,253.81
合计(吨/年)	38,053.02	32,594.46
外购占比	62.03%	62.14%

资料来源：公司提供，鹏元整理

表9 近年公司棉纱部分品种采购均价(单位：万元/吨)

项目	2014年	2013年
J40SC	2.94	3.22
J50SC	3.75	4.25
J60SC	4.90	5.05
J80S/2C	5.70	5.87
J100S/2C	7.45	7.15

资料来源：公司提供，鹏元整理

表10 公司近年获得的进口棉花配额(单位：吨)

项目	2014年	2013年
棉花	6,603	5,300

资料来源：公司提供，鹏元整理

表11 近年公司棉花采购情况(单位：万元、万元/吨，不含税)

项目		2014年		2013年	
		金额	单价	金额	单价
普通棉花	国际采购	10,376.92	1.46	10,371.79	1.75
	国内采购	14,726.38	1.59	19,091.27	1.79
	合计	25,103.30	1.49	29,463.06	1.77
长绒棉	国际采购	1,215.19	2.46	5,639.41	2.26
	国内采购	2,452.60	2.84	2,872.98	2.46
	合计	3,667.79	2.70	8,512.39	2.32
细绒棉	国际采购	9,161.73	1.29	4,732.37	1.38

	国内采购	12,273.78	1.46	16,218.30	1.70
	合计	21,435.51	1.39	20,950.67	1.62

资料来源：公司提供，鹏元整理

2014年公司采用去库存策略增强库存管理，对原料采购部及业务部采取考核措施，按年制定库存目标，每月按实际库存对部门经理进行考核。2014年公司色织布、印染、衬衫、棉纱库存量占生产量比例分别由2013年的7.04%、13.14%、17.11%、29.23%降低至2014年的6.10%、11.23%、15.77%、23.44%，公司去库存压力略有降低。

表12 2013-2014年公司主要产品库存量情况⁷

项目	2014年		2013年	
	库存量	库存量/生产量	金额	库存量/生产量
色织布（万米）	1,030.18	6.10%	1,010.76	7.04%
印染布（万米）	455.82	11.23%	442.15	13.14%
衬衣（万件）	126.28	15.77%	129.45	17.11%
棉纱（T）	3,386.19	23.44%	3,607.69	29.23%

资料来源：公司年报，鹏元整理

2014年公司色织布、印染布、衬衣销量均有增长，产品仍以出口外销为主，存在一定的汇率风险

2014年公司色织布、印染布、衬衣销量均有增长。其中，公司色织布受产能限制，销量增幅不大，2014年销量分别为14,387.57万米，同比增长2.48%，产销率略有下降为75.41%；印染布受益产能扩张，销量增长较快，2014年销量为3,889.71万米，同比增长28.71%，产销率增长至95.83%；衬衫新增产能部分释放，销量增幅一般，2014年销量为802.44万件，同比增长6.57%。目前公司衬衣贴牌加工业务收入占衬衣收入的比重约为79.24%，同比变化不大。2014年公司营业收入增长主要是印染布产销量的增长。销售价格方面，由于原材料价格下降，公司色织布、印染布、衬衣销售均价均略有下跌。

表13 2013-2014年公司主要产品销售情况

产品	项目	2014年	2013年
色织布	销量（万米）	14,387.57	14,039.35
	销售均价（元/米）	14.02	14.19
	产销率	75.41%	76.42%
印染布	销量（万米）	3,889.71	3,022.16
	销售均价（元/米）	13.36	13.71
	产销率	95.83%	89.82%
衬衣	销量（万件）	802.44	752.99

⁷色织布生产量使用数据为色织布自产量。

	销售均价（元/件）	51.11	52.24
	产销率	100.18%	99.52%

资料来源：公司年报，鹏元整理

从销售区域来看，2014年公司产品仍以出口外销为主，2014年出口外销金额为232,935.11万元，同比增长14.79%。2014年由于公司部分产品先出口至东南亚地区进行加工，再出口至日本，故2014年公司出口日本金额大幅下跌，同比下降53.54%，出口其他地区（主要系东南亚地区）金额大幅增长，同比增长58.03%。公司出口美国金额同比增长12.93%，出口欧洲金额同比下降8.75%。

表14 2013-2014 年公司内销外销分布情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年		
	金额	占比	金额	占比	
外销	日本	5,209.44	1.54%	11,213.40	3.50%
	欧洲	55,761.77	16.44%	61,110.74	19.07%
	美国	86,171.10	25.41%	76,304.73	23.81%
	其他（东南亚）	85,792.80	25.30%	54,287.86	16.94%
外销合计	232,935.11	68.69%	202,916.73	63.32%	
内销合计	106,223.20	31.32%	117,597.96	36.69%	
合计	339,158.31	100.00%	320,514.69	100.00%	

资料来源：公司 2013-2014 年年报，鹏元整理

2014年公司客户集中度尚可，主要合作客户无重大变化，前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例为7.92%，同比下降0.11个百分点。

公司产品主要销往国际市场，销售收入以美元结算为主。为有效减少外汇汇率波动对利润的影响，公司对外销外币流入进行套期保值，2014年末公司与银行签订远期外汇结售汇合同1.04亿美元，约6.5亿元人民币。但由于公司近年来外销金额均在20亿元以上，原材料采购以国内棉纱采购为主，公司外汇风险敞口仍然较大。此外，自2014年3月17日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由1%扩大至2%，随着人民币汇率市场化的进行，人民币汇率波动幅度将继续增大，对公司经营的稳定性产生不利影响。整体上看，公司仍存在一定的汇率风险。

目前公司在建项目主要系热电产能扩张，以增加公司对内供电，产能释放后，预计将一定程度上降低公司的用电成本。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经大华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2014年审计报告及未经审计的2015年一季度报表,报告均采用新会计准则编制。2013年数据采用的是2014年审计报告期初数。

2014年公司合并范围新增子公司3家,不再纳入公司合并范围的子公司3家,公司合并范围子公司情况详见附录五。

公司按要求于2014年7月1日执行新的该等企业会计准则,并按照新准则的衔接规定对比较财务报表进行调整。公司不存在需要对期初留存收益进行追溯调整的项目。根据新准则,公司对部分科目年初数进行了追溯调整。其中,长期股权投资科目中的南通杉杉创业投资中心(有限合伙)、海安中机浦发曲轴有限公司由长期股权投资调整至可供出售金融资产;外币报表折算差额、资本公积-其他/外汇套期保值作为其他综合收益项目列报;递延收益单独列报。

资产结构与质量

2014年公司资产规模稳步增长,货币资金及理财产品占比较高,资产流动性较高,整体资产质量较好

截至2014年末,公司总资产为429,045.50万元,较2013年增长6.86%,继续稳步增长。公司资产结构较为稳定,以流动资产为主,2014年流动资产占总资产比重为64.59%,同比增长8.21个百分点。

2014年度,由于应收账款的快速增长以及部分委托贷款到期,公司流动资产增长较快,至2014年底流动资产为277,133.36万元,较2013年增长22.42%,截至2015年3月底,公司流动资产规模变化不大。截至2014年底,货币资金同比减少67.06%,主要系公司2014年投资银行理财和国债逆回购于尚未处置、投资固定资产、分配股利及经营盈利等因素综合所致。货币资金中受限货币资金为652.50万元,占货币资金的1.74%,主要系银行承兑汇票保证金、履约保证金⁸。随着公司业务规模的增长,公司应收账款规模增长较快,2014年末,公司应收账款规模为37,249.04万元,同比增长11.69%。随着公司去存货策略的实施,公司的存货逐渐下降,截至2014年底,公司存货同比下降18.17%。一年内到期的非流动资产主要系公司委托中国工商银行股份有限公司海安支行向海安县交通建设投资有限公司发放的两年期的1亿元贷款,利率为12.5%,该委托贷款于2015年1月13日到期。截至2015年3月底,公司已收回本金及利息。2014年底,公司其他流动资产同比增长较快,主要系为购买的国债逆

⁸ 海安制衣因与斯波帝卡(厦门)实业有限公司(以下简称“斯波帝卡”)供货违约一案向福建省厦门市中级人民法院开具保函700万元(支付保函保证金210万元)

回购、理财产品期末未处置所致。其中，理财产品-国债逆回购、银行理财产品分别占公司其他流动资产总额的34.74%、61.82%。公司购买的理财产品期限较短、流动性较高，整体风险较小。2014年理财产品-国债逆回购、银行理财产品投资收益分别为293.30万元、2,651.38万元。公司资产流动性较好，截至2014年底，公司现金、理财产品-国债逆回购、银行理财产品金额合计162,523.57万元，占流动资产总额的58.64%。

作为生产型企业，公司非流动资产主要由固定资产构成，主要系房屋及建筑物、机器设备，截至2014年底，房屋及建筑物、机器设备账面价值分别占固定资产账面价值的28.43%、66.55%。截至2014年底，固定资产规模为12.36亿元，同比降低5.43%，其中用于抵质押的固定资产占固定资产总额的4.16%。公司固定资产成新率总体较好，截至2014年底，公司固定资产成新率为65.62%。其他非流动资产主要系公司对外发放的委托贷款，截至2014年底，公司的委托贷款主要系公司向南通联飞纺织有限公司等20个入驻联发工业园区“小单元”公司提供的8,960万元贷款，贷款期限三至五年，贷款年利率均为7.08%。由于各公司以现有机器设备为各自的贷款本金及利息提供抵押担保，公司的委托贷款风险较低。

总体来看，公司资产规模稳步增长，货币资金及理财产品占比较高，资产流动性较高，整体资产质量较好。

表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	73,388.24	16.92%	37,443.57	8.73%	113,674.94	28.31%
应收账款	41,807.80	9.64%	37,249.04	8.68%	33,350.87	8.31%
存货	52,736.50	12.16%	53,541.09	12.48%	65,430.12	16.30%
一年内到期的非流动资产	1.64	0.00%	10,046.44	2.34%	-	0.00%
其他流动资产	89,516.77	20.64%	129,538.01	30.19%	767.97	0.19%
流动资产合计	270,803.17	62.45%	277,133.36	64.59%	226,370.88	56.38%
固定资产	135,771.72	31.31%	123,610.00	28.81%	130,708.15	32.55%
其他非流动资产	8,183.00	1.89%	8,960.00	2.09%	30,000.00	7.47%
非流动资产合计	162,812.96	37.55%	151,912.15	35.41%	175,148.39	43.62%
资产总计	433,616.13	100.00%	429,045.50	100.00%	401,519.27	100.00%

资料来源：公司2014年审计报告和2015年第一季度报告，鹏元整理

资产运营效率

公司应收账款及存货周转速度提升，资产运营效率尚可

2014年，公司营业收入同比增长5.82%，而应收账款同比增长11.69%，导致应收账款

周转天数有所上升。公司的应收账款周转率与色织布龙头企业鲁泰⁹仍有一定差距。2014年公司实施去库存策略，减少原材料的购买以降低存货规模，2014年公司存货周转天数由2013年82.15天下降至2014年的79.53天。公司存货周转率好于鲁泰。公司应付账款周转天数延长至39.57天，整体上公司净营业周期变化不大。

由于公司流动资产规模较大，2014年公司流动资产周转天数高于鲁泰，公司流动资产周转率欠佳。由于公司织造工序大部分外包给小单元，公司的固定资产与总资产规模尚可，公司固定资产周转天数、总资产周转天数均低于鲁泰。

总之，公司应收账款及存货周转速度提升，资产运营效率尚可。

表16 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2014年鲁泰	2013年鲁泰	2014年	2013年	2013年纺织
应收账款周转天数	14.37	14.13	37.47	34.07	42.35
存货周转天数	144.42	133.71	79.53	82.15	81.82
应付账款周转天数	31.63	29.22	39.57	38.83	-
净营业周期	127.16	118.62	77.42	77.39	-
流动资产周转天数	180.00	179.10	267.22	266.06	225.00
固定资产周转天数	274.81	240.00	134.97	137.51	-
总资产周转天数	500.00	461.54	440.80	439.34	450.00

资料来源：公司2014年审计报告及wind资讯，鹏元整理

盈利能力

2014年公司营业收入继续增长，但增速下滑，毛利率、期间费用率水平基本稳定

2014年公司实现营业收入339,158.31万元，同比上升5.82%，增速同比下降11.55个百分点；实现投资净收益为7,108.39万元，同比增长32.53%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益、委托贷款及银行理财收益；实现营业利润40,476.40万元，同比增长8.92%。

政府对公司补贴力度有所提升，2014年公司收到的政府补贴金额为3,521.05万元，同比增长35.87%。2014年公司实现利润总额43,645.79万元，同比增长7.97%。2014年公司综合毛利率、期间费用率较2013年保持稳定。

总体上，2014年公司营业收入继续增长，但增速下滑，毛利率、期间费用率水平基本稳定。

表17 公司主要盈利指标

项目	2015年1-3月	2014年	2013年
----	-----------	-------	-------

⁹鲁泰全称鲁泰纺织股份有限公司，是鲁泰集团的子公司。截至2014年底，鲁泰总资产86.3亿元，净资产70亿元，年产色织面料18,900万米、印染面料8,500万米、衬衣2,000万件。

营业收入（万元）	78,780.29	339,158.31	320,514.69
投资收益（万元）	1,915.91	7,108.39	5,363.76
营业利润（万元）	6,751.23	40,476.40	37,159.90
政府补助（万元）	-	3,521.05	2,591.55
利润总额（万元）	6,756.00	43,645.79	40,425.65
净利润（万元）	4,609.45	31,508.90	29,082.27
综合毛利率	18.73%	20.60%	20.74%
期间费用率	11.78%	9.70%	9.74%
总资产回报率	-	12.02%	11.98%
净资产收益率	-	11.96%	11.84%

资料来源：公司 2014 年审计报告和 2015 年第一季度报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，目前暂无产能扩张计划，短期内投资支出压力不大

2014年，公司实现净利润31,508.90万元，经营获现能力继续增强。2014年尽管应收账款规模快速增长，但是由于公司使用银票支付增多以及去库存策略的实施，公司营运资本同比降低14,087.61万元。2014年公司经营活动产生的现金流量表现较好，2014年经营活动现金流量净流入62,223.65万元，同比增加28,148.33万元。

2014年投资活动的现金流量净流出118,357.08万元，较上年现金流出增加63,935.04万元，主要系公司滚动购买理财产品及进行海外投资所致。目前，公司没有明确的项目投资计划，短期内投资支出压力不大。

2014年公司筹资活动现金流净流出，主要是股利分配增长所致。

表18 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2014年	2013年
净利润	31,508.90	29,082.27
营运资本变化	14,087.61	-12,798.42
其中：存货减少（减：增加）	11,268.51	-14,922.82
经营性应收项目的减少（减：增加）	-11,656.85	-10,742.11
经营性应付项目的增加（减：减少）	14,475.94	12,866.52
经营活动产生的现金流量净额	62,223.65	34,075.32
投资活动产生的现金流量净额	-118,357.08	-54,422.03
筹资活动产生的现金流量净额	-19,685.13	-19,922.15
现金及现金等价物净增加额	-75,574.16	-40,450.35

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模基本稳定，资产负债率不高，财务结构较稳健

截至2014年底，公司负债总额增长至157,225.83万元，同比增长7.45%；所有者权益增长至271,819.67万元。公司资产负债率较为稳定，截至2014年底，公司资产负债率为36.65%。

表19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015年3月	2014年	2013年
负债总额	157,623.31	157,225.83	146,320.61
所有者权益	275,992.82	271,819.67	255,198.66
负债与所有者权益比率	57.11%	57.84%	57.34%

资料来源：公司2014年审计报告和2015年第一季度报告，鹏元整理

公司负债结构较稳定，截至2014年底，流动负债、非流动负债占负债总额比例分别为46.21%、53.79%。流动负债主要由短期借款和应付账款构成，其中，短期借款规模不变，应付账款余额随着原材料采购的减少以及采购使用银票支付比例的上升有所降低。公司非流动负债主要是应付本期债券。截至2014年底，公司有息债务规模为99,878.83万元，同比降低2.79%。公司有息负债规模仍较大，存在一定的本息偿付压力。

表20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	18,446.46	11.70%	18,900.00	12.02%	18,900.00	12.92%
应付账款	32,516.79	20.63%	29,334.63	18.66%	29,869.85	20.41%
应交税费	3,613.81	2.29%	8,276.84	5.26%	-842.85	-0.58%
流动负债合计	74,310.78	47.14%	72,657.60	46.21%	60,821.05	41.57%
应付债券	79,482.72	50.43%	79,432.28	50.52%	79,230.53	54.15%
非流动负债合计	83,312.52	52.86%	84,568.23	53.79%	85,499.56	58.43%
负债合计	157,623.31	100.00%	157,225.83	100.00%	146,320.61	100.00%

资料来源：公司2014年审计报告和2015年第一季度报告，鹏元整理

表21 公司有息负债构成情况（单位：万元）

项目	2015年3月	2014年	2013年
短期：			
短期借款	18,446.46	18,900.00	18,900.00
应付票据	2,873.00	1,412.00	2,284.00
长期：			
长期借款	117.73	134.55	2,326.36
应付债券	79,482.72	79,432.28	79,230.53
有息债务合计	100,919.92	99,878.83	102,740.89

资料来源：公司2014年审计报告和2015年第一季度报告，鹏元整理

公司资产中流动资产占比较高，流动资产、速动资产对流动负债的覆盖程度较好。2014

年，随着公司流动资产规模的增长，公司短期偿债能力进一步提升。随着公司业务规模的增长，2014年公司EBITDA增长至67,413.15万元，同比增长7.76%，EBITDA 利息保障倍数略有增加，公司盈利水平对利息支付的保障能力进一步增强。

表22 公司偿债能力指标

指标名称	2015年3月	2014年	2013年
资产负债率	36.35%	36.65%	36.44%
流动比率	3.64	3.81	3.72
速动比率	2.93	3.08	2.65
EBITDA（万元）	6,756.00	67,413.15	62,560.95
EBITDA 利息保障倍数	-	10.77	9.74
总负债/EBITDA	-	2.33	2.34
经营活动净现金流/流动负债	-0.04	0.86	0.56
经营活动净现金流/总负债	-0.02	0.40	0.23

资料来源：公司 2014 年审计报告和 2015 年第一季度报告，鹏元整理

六、评级结论

公司主营业务在多年经营中形成一定的规模及渠道优势，持续平稳经营能力较强。2014年公司经营较为稳定，主要产品产销量均实现增长，但仍存在一定成本控制压力；由于采用去库存策略，公司去库存压力略有降低。2014年公司仍以出口外销为主，存在一定的汇率风险。目前，公司资产流动性较好，经营活动现金表现较好，整体盈利水平尚可，资产负债率不高；负债规模较稳定，但有息负债规模仍较大，存在一定的债务压力。

因此，鹏元决定维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
货币资金	73,388.24	37,443.57	113,674.94	158,358.47
应收票据	3,268.56	1,500.65	835.85	1,270.60
应收账款	41,807.80	37,249.04	33,350.87	27,319.83
预付款项	6,555.53	5,162.84	9,611.70	7,798.22
应收利息	792.32	106.44	114.58	-
其他应收款	2,735.82	2,545.27	2,584.85	1,648.12
存货	52,736.50	53,541.09	65,430.12	50,507.29
一年内到期的非流动资产	1.64	10,046.44	-	-
其他流动资产	89,516.77	129,538.01	767.97	478.45
流动资产合计	270,803.17	277,133.36	226,370.88	247,380.98
可供出售金融资产	2,600.00	2,600.00	2,500.00	500.00
投资性房地产	2,946.67	2,984.84	2,891.80	1,704.70
固定资产	135,771.72	123,610.00	130,708.15	114,145.22
在建工程	4,776.46	6,236.34	890.96	8,183.72
固定资产清理	-	-	-	7.24
无形资产	6,842.13	5,932.93	6,190.48	6,254.60
商誉	29.11	29.11	4.53	4.53
长期待摊费用	330.23	352.41	731.21	1,080.28
递延所得税资产	1,333.64	1,206.51	1,231.27	1,533.47
其他非流动资产	8,183.00	8,960.00	30,000.00	-
非流动资产合计	162,812.96	151,912.15	175,148.39	133,413.76
资产总计	433,616.13	429,045.50	401,519.27	380,794.74
短期借款	18,446.46	18,900.00	18,900.00	26,464.53
应付票据	2,873.00	1,412.00	2,284.00	2,181.40
应付账款	32,516.79	29,334.63	29,869.85	24,936.02
预收款项	3,683.54	3,666.97	3,660.26	3,090.34
应付职工薪酬	5,056.13	6,626.79	5,158.07	4,455.35
应交税费	3,613.81	8,276.84	-842.85	-2,340.75
应付利息	2,194.08	961.02	967.47	982.62
应付股利	2,837.61	-	-	-
其他应付款	1,240.36	1,226.01	824.25	919.16
一年内到期的非流动负债	112.50	112.50	-	-
其他流动负债	1,736.52	2,140.86	-	-
流动负债合计	74,310.78	72,657.60	60,821.05	60,688.67
长期借款	117.73	134.55	2,326.36	3,168.18
应付债券	79,482.72	79,432.28	79,230.53	79,028.78

递延收益	3,712.07	5,001.40	3,942.67	2,015.00
非流动负债合计	83,312.52	84,568.23	85,499.56	84,211.96
负债合计	157,623.31	157,225.83	146,320.61	144,900.62
股本	32,370.00	32,370.00	21,580.00	21,580.00
资本公积	107,787.30	107,804.37	118,600.44	119,190.88
其他综合收益	-	-2,167.35	739.07	
外币报表折算差额	-1,804.11	-	-	9.36
盈余公积	13,404.61	13,386.02	10,818.99	8,531.31
未分配利润	114,188.51	109,581.03	92,556.03	75,427.85
归属于母公司股东权益合计	265,946.31	260,974.07	244,294.52	224,739.41
少数股东权益	10,046.51	10,845.60	10,904.13	11,154.70
股东权益合计	275,992.82	271,819.67	255,198.66	235,894.11
负债和所有者权益总计	433,616.13	429,045.50	401,519.27	380,794.74

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告和 2015 年第一季度报告，鹏元整理

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	78,780.29	339,158.31	320,514.69	273,091.97
二、营业总成本	73,944.98	305,790.29	288,718.55	243,261.66
其中：营业成本	64,028.48	269,283.97	254,039.35	216,292.81
营业税金及附加	556.64	3,416.70	2,298.31	2,651.20
销售费用	3,902.49	16,485.56	15,767.56	12,626.03
管理费用	3,077.82	12,105.30	11,346.41	9,771.39
财务费用	2,302.52	4,296.37	4,107.08	1,764.39
资产减值损失	77.02	202.39	1,159.84	155.84
加：投资收益	1,915.91	7,108.39	5,363.76	235.73
三、营业利润	6,751.23	40,476.40	37,159.90	30,066.04
加：营业外收入	49.24	3,848.45	3,469.71	2,282.81
其中：非流动资产处置利得	-	223.14	664.58	
减：营业外支出	44.48	679.06	203.96	187.80
其中：非流动资产处置损失	-	213.25	83.63	23.43
四、利润总额	6,756.00	43,645.79	40,425.65	32,161.05
减：所得税费用	2,146.55	12,136.89	11,343.39	8,196.45
五、净利润	4,609.45	31,508.90	29,082.27	23,964.60

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告和 2015 年第一季度报告，鹏元整理

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012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	77,156.50	278,325.64	338,971.66	292,283.77
收到的税费返还	5,465.49	20,247.80	20,307.23	16,052.35
收到其他与经营活动有关的现金	557.82	8,966.25	9,454.56	5,847.28
经营活动现金流入小计	83,179.81	307,539.69	368,733.45	314,183.40
购买商品、接受劳务支付的现金	57,985.61	162,379.57	263,017.52	217,877.05
支付给职工以及为职工支付的现金	14,611.87	48,122.92	41,216.40	34,453.39
支付的各项税费	8,536.59	19,706.53	16,129.52	15,608.64
支付其他与经营活动有关的现金	4,734.22	15,107.03	14,294.70	14,629.78
经营活动现金流出小计	85,868.30	245,316.04	334,658.14	282,568.85
经营活动产生的现金流量净额	-2,688.50	62,223.65	34,075.32	31,614.55
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资所收到的现金	115,777.00	273,600.00	272,500.00	50,000.00
取得投资收益收到的现金	792.76	6,850.99	5,259.97	235.73
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2.91	268.82	10,219.17	11,313.88
收到其他与投资活动有关的现金	7.16	38.36	-	-
投资活动现金流入小计	116,579.82	280,758.17	287,979.15	61,549.61
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6,794.13	20,383.20	37,601.89	27,174.04
投资支付的现金	64,890.00	378,695.39	304,799.29	50,500.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	-	569.20
支付其他与投资活动有关的现金	0.23	36.66	-	-
投资活动现金流出小计	71,684.36	399,115.25	342,401.18	78,243.25
投资活动产生的现金流量净额	44,895.45	-118,357.08	-54,422.03	-16,693.64
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	490.00	529.45	3,920.29
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	490.00	529.45	3,920.29
取得借款收到的现金	8,546.46	26,930.73	30,345.21	43,408.40
收到其他与筹资活动有关的现金	27.00	1,099.71	5,542.89	3,252.00
发行债券收到的现金	-	-	-	79,040.00
筹资活动现金流入小计	8,573.46	28,520.44	36,417.55	129,620.69
偿还债务支付的现金	14,016.82	29,122.55	38,751.55	38,469.97
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	715.24	18,640.52	16,278.44	9,791.86
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	-	1,547.24	1,641.44	594.90

支付其他与筹资活动有关的现金	441.00	442.50	1,309.71	5,591.66
筹资活动现金流出小计	15,173.06	48,205.57	56,339.70	53,853.49
筹资活动产生的现金流量净额	-6,599.59	-19,685.13	-19,922.15	75,767.20
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-76.70	244.40	-181.48	323.53
五、现金及现金等价物净增加额	35,530.67	-75,574.16	-40,450.35	91,011.64

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告和 2015 年第一季度报告，鹏元整理

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项 目	2014 年	2013 年	2012 年
1、将净利润调节为经营活动现金流量			-
净利润	31,508.90	29,082.27	23,964.60
加：资产减值准备	202.39	1,159.84	155.84
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	16,546.81	14,853.15	12,947.45
无形资产摊销	291.80	333.39	212.77
长期待摊费用摊销	666.65	523.66	335.37
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-9.89	-580.95	-160.51
财务费用	6,017.69	6,606.58	2,518.47
投资损失	-7,108.39	-5,363.76	-235.73
递延所得税资产减少	24.50	302.19	-690.79
存货的减少	11,268.51	-14,922.82	-6,315.45
经营性应收项目的减少	-11,656.85	-10,742.11	-2,686.18
经营性应付项目的增加	14,475.94	12,866.52	1,548.85
其他	-4.42	-42.63	19.84
经营活动产生的现金流量净额	62,223.65	34,075.32	31,614.55
3、现金及现金等价物净变动情况			
现金的期末余额	36,791.07	112,365.23	152,815.58
减：现金的期初余额	112,365.23	152,815.58	61,803.94
现金及现金等价物净增加额	-75,574.16	-40,450.35	91,011.64

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
有息债务（万元）	100,919.92	99,878.83	102,740.89	110,842.89
资产负债率	36.35%	36.65%	36.44%	38.05%
流动比率	3.64	3.81	3.72	4.08
速动比率	2.93	3.08	2.65	3.24
综合毛利率	18.73%	20.60%	20.74%	20.80%
总资产回报率	-	12.02%	11.98%	10.83%
EBITDA（万元）	-	67,413.15	62,560.95	48,498.64
EBITDA 利息保障倍数（万元）	-	10.77	2.27	16.61

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告和 2015 年第一季度报告，鹏元整理

附录五 截至2014年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
南通联发热电有限公司	300 万美元	60.00%	生产销售电力（园区自用）、蒸汽、压缩空气、污水处理
海安联发棉纺有限公司	32,946 万元	100.00%	棉纺(棉、麻、天丝、大豆纤维、竹纤维及人造纤维)、棉花生产、销售；棉花收购、销售
阿克苏联发纺织有限公司	18,400 万元	100.00%	棉纺（棉、麻、天丝、大豆纤维、竹纤维及人造纤维）生产、销售；
阿克苏联发棉业有限公司	3000 万元	100.00%	棉籽收购、加工、销售；皮棉、棉籽购销；棉短绒加工、销售。
淮安市联发纺织有限公司	60.42 万美元	74.00%	生产高档色织布、销售公司产品
南通联发印染有限公司	8,000 万元	100.00%	印染布生产、销售；纺织原料；装饰材料、百货、五金、家用电器销售
南通联发制衣有限公司	43.75 万美元	75.00%	生产销售服装、床上用品及纺织品
海安县联发制衣有限公司	9,195 万元	100.00%	服装生产销售、床上用品及纺织品、服装辅料销售
宿迁联发制衣有限公司	600 万元	100.00%	服装生产销售
泗阳联发霞飞制衣有限公司	200 万元	100.00%	服装生产销售
联发(柬埔寨)制衣有限公司	160 万美元	100.00%	服装设计、生产加工、进出口贸易
淮安市联发制衣有限公司	100 万元	100.00%	服装生产销售
AMM 制衣（柬埔寨）公司	201.06 万美元	67.00%	服装生产销售
联发恒宇（柬埔寨）制衣有限公司	100 万美元	100.00%	服装生产、销售；纺织品、服装辅料销售
江苏联发纺织材料有限公司	2,000 万元	100.00%	纺织材料、纺织器材、纺织品、化工原料助剂、煤炭、金属材料销售
联发纺织(香港)有限公司	20 万美元	100.00%	纺织品、服装销售
联发领才织染有限公司（香港）	100 万港币	51.00%	生产销售高档针织面料和染色纱
联发纺织有限公司（美国）	10 万美元	100.00%	纺织品、服装销售、设计研发
占姆士纺织（欧洲）有限公司	13 万美元	90.00%	纺织品服装涉及研发，市场开拓销售
江苏联发领才织染有限公司	1,000 万元	51.00%	生产销售高档针织面料和染色纱
江苏占姆士纺织有限公司	14,060 万元	100.00%	服装、饰品、皮具、纺织品销售；经营各类商品及技术的进出口业务
成都占姆士服饰有限公司	1,000 万元	100.00%	销售：纺织、服饰及日用品。
上海豪恩服饰有限公司	1,650 万元	100.00%	服装鞋帽、皮革制品、针纺织品、箱包
南通占姆士服饰有限公司	108 万元	100.00%	服饰、服装纺织品的销售
深圳占姆士服饰有限公司	900 万元	93.33%	服饰、饰品、皮具、鞋类、纺织品的销售
广州占姆服饰有限公司	50 万元	100.00%	服装、工艺美术品、服饰、皮具、鞋、纺织品的销售。
亿联服装贸易有限公司	500 万美元	100.00%	纺织服装领域内的技术开发、技术咨询技术服务及技术转让，纺织品、服装的进出口贸易

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营	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）	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	净营业周期（天）	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	流动资产周转天数（天）	$[(\text{本年流动资产} + \text{上年流动资产}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	固定资产周转天数（天）	$[(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	总资产周转天数（天）	$[(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
现金流	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期借款
有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务	

附录七 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（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。