

浙江航民股份有限公司

2011 年公司债券(第二期)

2016 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【2016】跟踪第
【35】号 01

增信方式：第三方担保
担保主体：浙江航民实
业集团有限公司
债券剩余规模：2.50 亿
元
债券到期日期：2016 年
9 月 16 日
债券偿还方式：每年付
息，到期一次还本

分析师

姓名：
王西 刘书芸

电话：
021-5103 5670

邮箱：
wangx@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

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

浙江航民股份有限公司 2011 年公司债券（第二期）2016 年跟踪评级报告

	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	2016 年 04 月 25 日	2015 年 05 月 15 日

评级结论：

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 2013 年 9 月 16 日发行的“11 航民债 02”（以下简称“本期债券”）的 2016 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跟踪期内公司资产规模进一步增长，资产质量较好，流动性良好，公司主业经营稳定，利润稳步增长，经营现金流良好。同时浙江航民实业集团有限公司（以下简称“航民实业”）为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保进一步提升了本期债券的安全性。同时我们也关注到印染行业市场需求继续下降，公司不同业务之间联动性强、业务相对单一，环保成本和劳动力成本上升等风险因素。

正面：

- 公司资产规模进一步增长，资产质量较好，资产流动性良好。2015 年末公司资产总额达到 403,562.57 万元，同比增加 5.02%，流动资产占比提升至 55.28%。公司当期货币资金余额为 83,319.86 万元，2016 年 9 月 16 日前到期的银行理财产品规模为 34,900.00 万元，2015 年末公司流动比率 2.65、速动比率为 2.43，资产流动性良好。
- 公司主业经营稳定，净利润稳步增长，经营现金流良好。2015 年公司营业总收入达到 302,765.91 万元，综合毛利率较 2014 年上升 3.19 个百分点，净利润 56,346.32 万元，较 2014 年增长 8.69 个百分点，收现比为 84.98%，保持在较高水平。
- 公司环保配套设施比较完善。公司下属污水处理子公司可处理印染过程中产生的废

水，2015 年向杭州市政府购买了“排污权初始使用权”，2016 年公司将继续进行烟气清洁化改造项目投资，有利于提升公司经营竞争实力。

- **航民实业为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。**航民实业经营状况稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保继续为本期债券的偿还提供一定的保障。

关注：

- **纺织印染行业继续下行。**2015 年我国印染行业需求增长不足，规模以上印染企业 1-11 月份印染布产量同比下降 14.55%。目前，我国经济仍面临一定下行压力，主要经济体欧盟、日本经济继续疲软，纺织印染行业可能继续下行。
- **公司业务进一步集中，其他业务对印染业务的依赖性较强，不利于经营风险的分散。**公司业务包括印染纺织主业和热电、煤炭贸易、运输、水利管理辅业。2015 年公司印染纺织营业收入占比 77.74%（内部抵消前），较 2014 年上升 6.75 个百分点，业务进一步集中。公司辅业主要是为纺织印染业务提供产品和服务，内部销售较多，辅业对主业的依赖性强，不利于经营风险的分散。
- **环保成本和劳动力成本上升不利于公司盈利能力提升。**2015 年，公司印染业务产量下降，同期人工成本却上升了 2.92%，直接制造费用上升了 17.49%。未来，公司人力成本和环保成本可能会继续增加，而分散的行业竞争格局限制了纺织印染企业成本转嫁的能力，公司的盈利能力可能会受到影响。

主要财务指标：

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	403,562.57	384,290.02	345,332.51
所有者权益合计（万元）	309,949.94	271,276.05	235,348.33
有息债务（万元）	32,685.99	60,791.71	65,821.65
资产负债率	23.20%	29.41%	31.85%
流动比率	2.65	2.59	3.30
速动比率	2.43	2.39	3.02
营业收入（万元）	302,765.91	318,422.33	293,079.25
营业利润（万元）	68,744.32	63,753.74	58,147.95
利润总额（万元）	69,710.38	64,440.37	58,656.48
综合毛利率	30.47%	27.28%	27.85%
总资产回报率	18.34%	18.86%	19.73%
EBITDA（万元）	90,093.63	84,620.61	77,015.97

EBITDA 利息保障倍数	35.33	19.33	24.25
经营活动现金流净额（万元）	67,846.32	70,666.51	47,771.23

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，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“证监许可[2011]1613”号文核准，公司于2013年9月16日公开发行第二期2.5亿元公司债券，票面利率为6.60%，债券存续期内固定不变。募集资金总额为人民币2.5亿元，募集资金净额为24,762.50万元。

本期债券起息日为2013年9月16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2014年至2016年每年9月16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。跟踪期内，公司于2015年9月16日起偿付2014年9月16日至2015年9月15日期间利息共计1,650万元，公司已按期支付了相应利息。

表 1 截至 2015 年 12 月 31 日本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2014 年 9 月 16 日	-	1,650.00	25,000.00
2015 年 9 月 16 日	-	1,650.00	25,000.00
合计	-	3,300.00	25,000.00

资料来源：公司 2014-2015 年付息公告

截至2015年4月20日，本期债券募集资金已按照说明书披露的用途使用完毕，全部用于补充营运资金。

二、发行主体概况

截至 2015 年 12 月 31 日，公司注册资本 63,531.00 万元，控股股东为浙江航民实业集团有限公司，持股比例 32.90%。实际控制人为杭州萧山航民村资产经营中心。跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。

2015 年 4 月 21 日，公司对外发布公告称，注销浙江航民股份有限公司物质供应分公司，并且通过现金出资方式新设一家全资子公司杭州航民物资贸易有限公司。2015 年 9 月 25 日，公司发布《浙江航民股份有限公司关于注销公司物资供应分公司的公告》，物资供应分公司注销手续已全部完成。新设全资子公司杭州航民物资贸易有限公司注册资本为人民币 1,500.00 万元，主营煤炭销售业务，2015 年已正常开展营业实现销售收入 16,510.00 万元，净利润 224.00 万元。

表 2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内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
杭州航民物资贸易有限公司	100%	1,500.00	煤炭销售	新设成立

资料来源：公司 2015 年审计报告

截至2015年12月31日，公司资产总额为403,562.57万元，归属于母公司的所有者权益为275,164.60万元，资产负债率为23.20%；2015年度，公司实现营业收入302,765.91万元，利润总额69,710.38万元，经营活动现金流净额67,846.32元。

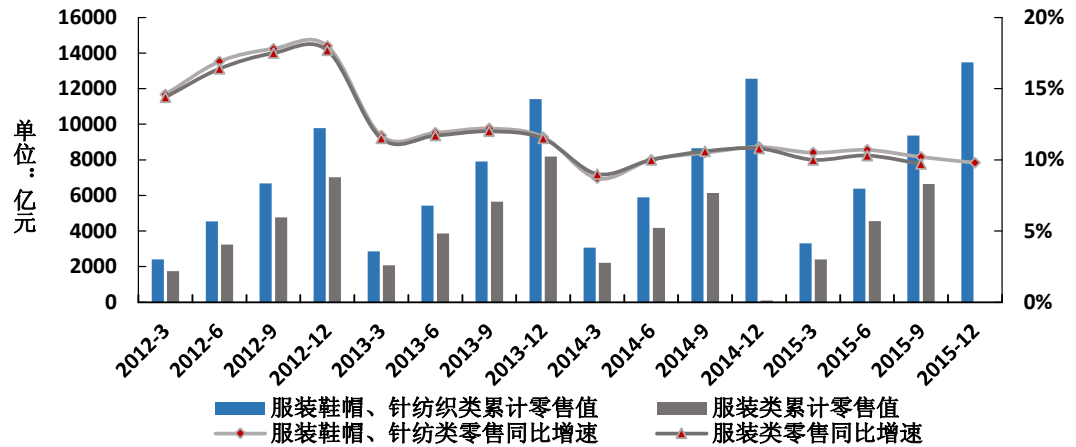
三、运营环境

2015年我国印染行业需求增长不足，全年印染布产量降幅明显，投资增速放缓。受印染业转型升级影响，印染企业效益小幅提升

统计数据显示，2015年我国GDP增速为6.9%，较2014年下降0.4个百分点，经济下行压力较大。在此背景下，2015年全年规模以上纺织企业工业增加值同比增长7.0%，较2014年高出0.3个百分点，增速平稳，较2015年全国规模以上企业工业增加值增速高出1.1%，在整个行业中表现较好。

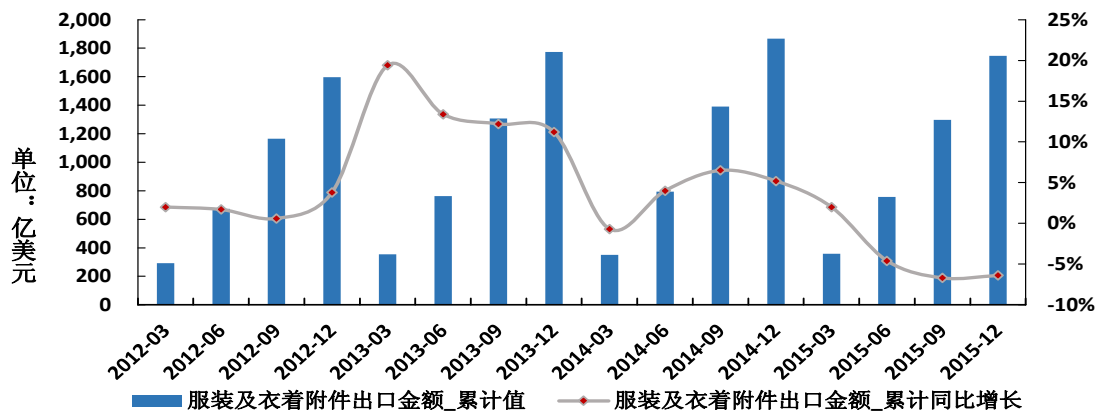
纺织业位处整个纺织服装产业链的中游环节，下连服装生产业，上接纤维制造业（包括化学纤维和天然纤维）。国内纺织服装贸易方面，2015年服装鞋帽、针纺织业限额以上企业批发和零售额达到13,484.00亿元，较去年同比增加9.8%。出口业务方面，2015年全年服装及衣着附件出口金额为1,746.31亿美元，同比下降6.40%，降幅明显。从服装出口地区分布看，除美国外欧盟、日本、东盟几大经济体出口规模均有所下降，对美国服装出口额增长6.9%，对欧盟服装出口额下降10.3%，对日本服装出口额下降12.2%，对东盟服装出口额下降12.5%。综合来看，2015年纺织服装市场呈现国内需求增速平稳，出口需求下降的态势。而印染布直接出口方面，2015年1-11月印染八大类产品出口数量188.01亿米，同比增长1.68%，增速回落6.66个百分点；出口金额221.47亿美元，同比减少0.56%，增速回落11.56个百分点；出口均价1.18美元/米，同比减少2.20%，增速回落4.65个百分点；印染布直接出口增速回落，价格下跌。

图1 2012-2015年国内纺织服装需求增速情况



资料来源：国家统计局官网、鹏元整理

图2 2012-2015年纺织服装出口需求情况



资料来源：海关总署官网、鹏元整理

由于下游纺织服装需求整体增长乏力，2015年1-11月份规模以上印染企业印染布产量为467.21亿米，同比下降14.55%，增速较上半年回落3.48个百分点。但是在印染行业向着节能、高效、高质方向转型升级及落后产能淘汰调整背景下，印染企业的整体经济效益有所提高。1-11月规模以上印染企业主营业务收入实现3,525.62亿元，同比增长3.73%；利润总额达到172.95亿元，同比增加8.20%，增速提高4.77个百分点；销售利润率4.91%，较2014年同期上升0.24个百分点；同期亏损企业数243家，亏损面13.48%，较2014年同期增长0.39个百分点，亏损企业亏损总额达到9.77亿元，同比增长20%。固定资产投资方面，由于行业产能过剩、国家环保要求提高及市场需求增长不足，2015年1-11月份500万以上项目（印染业）固定资产实际完成投资394.43亿元，同比增长14.41%，增速回落6.71个百分点。

“供给侧改革”大背景下，环保标准日趋严厉，行业内落后产能加速淘汰调整，行业市场集中度呈现进一步提升的趋势，利好区域龙头企业发展

印染行业具有“高能耗、高环境负荷”的特点，属于政府限制发展行业。自2010年以来，我国印染行业落后产能淘汰力度不断加大，卓创资讯统计数据显示2010-2014年共削减落后产能143.87亿米，每年淘汰产能约占年产量的3%-7%。2015年1月1日，修订后的《环境保护法》正式生效实施，明确了企业和地方官员在环境保护的责任，环保监管日趋严紧，加之国务院关于落后产能淘汰调整的长期安排，截至2015年10月底，全国共有印染企业2,192家，较2014年底减少了56家。

表3 2012-2015年10月印染细分行业企业个数（单位：个）

时间	2012年	2013年	2014年	2015年10月
棉印染精加工企业单位数	1,702	1,766	1,693	1,644
毛染整精加工企业单位数	171	179	154	149
麻染整精加工企业单位数	13	14	7	7
丝印染精加工企业单位数	62	63	65	61
化纤织物染整精加工企业单位数	220	140	148	164
针织或钩针编织物印染精加工企业单位数	223	192	181	167
合计	2,391	2,354	2,248	2,192

资料来源：国家统计局官网、鹏元整理

表4 近年纺织印染业相关行业政策法规

政策	发布部门	发布时间	政策内容
《加快印染产业提升促进生态环境优化工作方案》	绍兴市政府	2016年2月1日	全面实施印染企业排污指标动态管理，加大对C、D两档企业的排污指标削减力度；加大印染企业在线监测力度；强化节能减排力度；要求到“十三五”末，柯桥区除了滨海工业区外，其他地方原则上不再保留印染企业。
《萧山区“十三五”工业污染防治规划》	萧山区政府	2016年2月1日	2016年底之前，萧山拟关闭370家污染企业，1628家企业将进行整治，其中涉及的印染企业不在少数。
《纺织染整工业水污染物排放标准》（GB 4287-2012）修改单	环保部	2015年6月17日	COD、BOD等主要指标收紧；收紧了原标准中的硫化物等物质的排放限值；增设了总氮、总磷指标；苯胺类、六价铬、硫化物等三个指标不得检出等。
《中华人民共和国环境保护法》	国务院	2014年4月25日	新环保法一方面对罚款采取按日累计不设上限、对污染违法者增加了限制人身自由的行政拘留措施，还赋予了环保监管部门查封扣押排污设施的权力。另一方面，对不作为或违法的环保监管部门也规定了处罚措施，加重了监管部门的责任。处罚力度明显加强。

资料来源：政府网站

从区域分布上来看，印染企业主要集中在东部五省，呈现出明显的区域特征。统计数据显示，2015年1~11月份，浙江、江苏、广东、福建、山东五省印染布合计产量占当期全国总产量的95.87%，其中浙江省占比最高，达到63.07%。浙江绍兴是我国的印染重镇，提供了全国30%-40%的产能，该市政府于2016年2月1日出台了《加快印染产业提升促进生态环境优化工作方案》，旨在加强当地印染纺织企业的转型升级，仅2016年春节前后就停产了74家印染企业，约占整个绍兴市300家印染企业的25%，萧山区也出台了相关污染防治计划，凸显行业环保要求逐渐提高。

表 5 东部五省 2015 年 1-11 月份产量分布情况（单位：亿米）

产地	全国	浙江	江苏	广东	福建	山东	五省合计
产量	467.21	294.69	58.51	36.52	33.24	24.97	447.93
占比	100%	63.07%	12.52%	7.82%	7.11%	5.34%	95.87%

资料来源：国家统计局官网、鹏元整理

虽然印染行业区域集中度高，但是行业内部分散。公司作为印染行业的龙头之一，以2015年的印染产量计算，约占整个浙江地区总产量的3%左右，而2015年绍兴萧山地区的印染企业数约300多家，行业市场集中度低。随着环保压力和环境整治力度的加大，企业的环保成本也会相应提升，行业的优胜劣汰和破产重组将会变得更频繁，小企业由于资金实力有限，无法更换先进工艺设备、满足趋严的环保标准要求，这将加速小企业的淘汰调整，促进行业市场集中度的逐步提高，有利于提升整个市场竞争秩序，利好行业龙头企业发展。

四、经营与竞争

公司主营印染纺织业务，并配套经营热电、煤炭贸易和运输处理等业务。2015年，公司业务范围未发生变化，营业总收入达到302,765.91万元，同比下降4.92%。其中，印染纺织业务营业收入为276,626.45万元，同比增加3.26%，占主营业务收入的比重达到77.74%（内部交易抵消前），较2014年提升6.75个百分点；电力生产业务营业收入达到51,811.61万元，同比下降0.59%；批发业务营业收入为20,017.30万元，同比下降61.07%；交通运输业务营业收入为4,335.59万元，同比下降16.72%；水利管理业务营业收入为3,041.55万元，同比增加314.62%。受批发业务营业收入降幅较大的影响，公司2015年度营业总收入出现一定幅度的下降。

2015年公司纺织业、电力生产和批发业毛利率增速较大，公司当期主营业务毛利率

达到30.41%，较2014年上升3.23%，增幅明显。公司交通运输业由于受经济环境不景气因素影响继续处于亏损状态。

表 6 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
印染业与织布业	276,626.45	26.95%	267,896.57	26.06%
电力生产业	51,811.61	33.42%	52,121.63	29.68%
批发业	20,017.30	3.36%	51,423.85	2.74%
交通运输业	4,335.59	-5.09%	5,205.93	-9.08%
水利管理业	3,041.55	4.19%	733.57	13.40%
内部抵消	54,023.26	1.22%	59,656.04	-0.02%
合计	301,809.23	30.41%	317,725.51	27.18%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

受下游需求减缓影响，公司2015年度纺织印染产品产量小幅下降，但产品价格提升幅度较大，印染业收入和毛利率小幅提升，公司客户结构保持稳定并且分散，技改支出有利于提升公司盈利能力

在行业整体需求放缓的形势下，公司纺织业务量出现下滑。公司纺织业务包括印染加工和织布加工两类，并以印染加工为主。公司印染加工业务采用来料加工模式，公司负责按需求对坯布进行染色并收取一定的加工费。2015年，公司产能未发生变化，为102,000.00 万米/年。公司当期印染加工90,569.00万米，同比下降3.79%；产能利用率下降到88.79%，较2014年降低3.50个百分点。织布加工4,466.57万米，同比下降0.86%。跟踪期内，公司调整优化了产品结构，印染产品平均售价提高了8.40%，而同期单位印染成本增速为7.26%，受此影响公司2015年度印染产品的毛利率上升0.89个百分点。

表 7 公司印染及织布业务产销情况1（单位：万米）

项目	2015 年	2014 年
产能	102,000.00	102,000.00
产量	90,569.00	94,135.00
产能利用率	88.79%	92.29%

资料来源：公司提供

生产成本方面，纺织印染业务合计成本较2014年增加2.02%。其中，制造费用增加17.49%，直接材料下降9.38%，直接人工增加2.92%。制造费用增速明显，主要系公司2015年度对印染加工设备进行维修改造以及排污费价格上涨所致。直接材料下降主要是因为公司2015年度产量下降了3.79%，导致印染助剂耗用金额较2014年下降8.06%，并且上游化纤

1公司对2014年印染及织布产能产量数据进行了调整，与2015年跟踪评级报告公布数据有一定出入。

材料、煤炭等材料价格下降，使得直接材料成本降幅明显。直接人工成本方面，2015年小幅增加。

表 8 公司印染及织布业务成本构成（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	85,416.48	42.27%	94,253.24	47.58%
直接人工	37,672.82	18.64%	36,604.37	18.48%
制造费用	78,978.15	39.09%	67,218.54	33.94%
合计	202,067.45	100.00%	198,076.15	100.00%

注：表中2014年“占比”列数据与2015年跟踪评级报告有差异主要是因为此处调整了计算口径

资料来源：公司2014-2015年审计报告，鹏元整理

公司从事印染业务有35年的历史，客户群体稳定，客户主要位于绍兴柯桥轻纺城。从公司披露信息看，公司前5大客户中，有3家纺织企业客户，合计营业收入达到19,653.70万元，占公司印染和纺织类业务总收入的7.10%，2014年纺织印染业前五大客户销售额为19,678.06万元，占印染和纺织类业务总收入的7.35%。公司客户群较分散，一定程度上降低了公司纺织业务的经营风险。

公司2015年度研发支出8,737.89万元，同比下降了5.20个百分点。公司当期新增专利9项，均为实用新型专利。公司在建工程多为设备技改和环保类支出，每年会根据具体情况安排下一年的投资支出，无总投资计划，公司2015年账面在建工程主要有待安装设备、东片污水处理公司污水处理工程、印染分办公楼工程等。2016年公司投资支出主要是设备技改和锅炉烟气清洁化改造项目，公司全年计划投资总额为37,500.00万元，设备改造有利于提升公司生产经营效率，提升公司盈利能力。

2015年8月21日，公司公告《浙江航民股份有限公司终止股权收购事项的公告》，终止收购杭州宇田科技有限公司股权。

表 9 2015 年公司新增专利情况

名称	专利号	专利类型
一种染布脱水机中水回用系统	ZL 2015 2 0210902.8	实用新型
一种码布机容布斗的平衡自动调节装置	ZL 2015 2 0210919.3	实用新型
一种码布机进步延时调整装置	ZL 2015 2 0210916.X	实用新型
一种染色机染缸防疵伤进步装置	ZL 2015 2 0210933.3	实用新型
一种防护罩	ZL 2015 2 0125491.2	实用新型
一种染料回用装置	ZL 2015 2 0125302.1	实用新型
烧毛机吸尘装置	ZL 2015 2 0634547.7	实用新型
厌氧池臭气处理装置	ZL 2015 2 0634365.X	实用新型
烘干机脱水装置	ZL 2015 2 0634166.9	实用新型

资料来源：公司提供

公司环保配套设施比较完善，环保投入持续增加，有利于提升公司业内竞争实力

印染行业废水具有水量大、污染物含量高的特点，属于难处理的工业废水之一。随着环保监管要求日趋严厉，印染公司环保压力日益增大。公司作为印染行业的龙头，设立了航民污水处理公司和萧山东片区污水处理公司，公司目前污染物排放符合政府对印染废水和废弃的排放要求，环保设备运转正常。2015年，公司继续增加了环保方面的投资，除了东片区污水处理工程、钱江印染污水处理工程相继转入固定资产外，公司还向杭州市政府购买了“排污权初始使用权”，金额为7,892.67万元，该项排污权有效使用期为20年，相关费用已全部支付。虽然公司经营成本会因此每年增加395万，但该项排污权可以交易，公司可以利用自己在污水废气处理方面的优势在后期收回部分投资。并且，公司2016年进一步加大在锅炉烟气方面的清洁化改造投资，全年计划投资5,600.00万元，有助于降低公司业务能耗，满足环保要求，提升竞争实力。

表 10 公司 2016 年锅炉烟气清洁改造投资计划（单位：万元）

名称	计划投资金额
小城热电有限公司锅炉烟气清洁化改造	2,200.00
江东热电有限公司烟气清洁化改造	1,400.00
航民热电有限公司烟气清洁化改造	2,000.00
合计	5,600.00

资料来源：公司提供

电力生产、批发、运输业务、水利管理业务与主业配套，内销占比较多，一定程度上降低了生产成本

电力生产、批发、运输业务及水利管理业务是公司印染业务的辅助业务。2015年，这几大业务合计营业收入占比主营业务收入为22.26%（内部交易抵消前），除了水利管理业务大幅增长外，其他几项业务降幅明显，公司业务集中度进一步提升。

公司电力生产业务包括蒸汽和电力生产。公司所产蒸汽有60%供内部印染企业使用，所发电力大部分并网对外销售，主要用于瓜沥临港工业园和江东工业园。2015年，公司电力业务收入同比下降0.59%。由于公司自2012年开始对三个热电厂的锅炉进行升级改造，陆续于2015年初改造完成，改造后的锅炉产电产气效率有了较大的提高，成本相应降低了5.87%，毛利率在2014年的基础上进一步提高。

公司批发业务是指经营煤炭采购与销售，主要为售给内部电厂。2015年，公司批发业务营业收入下降61.07%，主要是受领导层调整影响公司当期对外销售大幅减少。

运输业务主要是从事煤炭、矿砂等商品的散货运输。受宏观经济影响，运输行业需求

下降，运价下跌至30元/吨左右，虽然2015年油价继续下跌，但较高的固定摊销费用使得公司该项业务毛利率继续为负数。由于运输业务与公司其他业务具有协同配套作用，加之船只变现价值低，公司计划继续保持该项业务，预计该项业务业绩起色直接依赖于经济的回暖。水利管理业务是公司内部污水处理子公司为其他子公司提供自来水，2015年该业务收入增长了314.62%，毛利率减少了9.21个百分点。

为了加强对批发业务（煤炭贸易业务）的管理，公司2015年注销浙江航民股份有限公司物资供应分公司，通过现金出资方式新设一家全资子公司杭州航民物资贸易有限公司，注册资金为1,500万元，成立当年该公司即实现净利润224万元。

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2014-2015年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2015年，公司新增纳入合并范围子公司1家，系新设成立（详见表2）。截至2015年12月31日，纳入公司合并报表范围的子公司共12家，详见附录五。

资产结构与质量

2015年公司资产规模稳步增长，资产质量较好，公司流动性良好

截至2015年12月31日，公司资产规模达到403,562.57万元，同比增加5.02%。其中，流动资产为223,096.01万元，占总资产比重为55.28%，较2014年提升了1.14个百分点。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、应收账款、存货和其他流动资产。其中，货币资金为83,319.86万元，占总资产的20.65%。货币资金中除596.50万元系信用保证金外，不存在其他使用受限情况。应收票据为39,964.13万元，占总资产的9.90%，应收票据全部为银行承兑汇票，不存在抵质押情况，流动性和安全性都很高。应收账款余额为18,252.78万元，占总资产比重为4.52%。从应收账款的账龄分布来看，1年期以内的占比97.18%；应收账款集中度方面，应收账款前5名合计占比15.97%，应收账款相对分散。公司2015年末存货余额为18,415.46万元，存货主要是原材料类产品，因上游纺织材料价格下降，公司相应增加了纺织材料的采购。其他流动资产主要为委托贷款、银行理财产品和预交税费，金额为51,598.78万元，占总资产的12.79%，较2014年增长51.76%，变动幅度大。公司当期委托贷款余额为10,000.00万元，贷款对象为杭州萧山瓜沥镇城建投资

开发有限公司，该公司股东为杭州萧山瓜沥镇资产经营总公司（企业类型为“集体企业”），公司委托贷款由杭州萧山城区建设有限公司提供连带责任担保，贷款利率为 9%，将于 2016 年内到期，公司委托贷款无违约记录，委托贷款比较安全。其他流动资产大幅变动系公司银行理财产品增加所致。公司 2015 年末银行理财产品余额达到 40,900.00 万元，约为 2014 年末的 11 倍。

公司非流动资产主要为固定资产和无形资产，两者账面余额合计达到 167,239.74 万元，占公司总资产比重的 41.44%。2015 年末，公司固定资产余额为 152,921.61 万元，同比增加 6.40%，公司固定资产不存在抵质押的情况。固定资产包括房屋及建筑物、通用设备、专用设备及运输工具，其中专用设备占固定资产比重为 57.73%。由于公司每年都会对专用设备进行升级改造，专用设备减值准备计提比例很低。公司无形资产 2015 年同比增长 96.65%，增幅明显，系公司购买“排污权”所致。根据《杭州市主要污染物排放权登记办法（试行）》规定（2014[35 号]），公司当年向政府购买了“排污权”，共支出 7,892.67 万元，这直接导致了无形资产账面价值的大幅增加，该项排污权有效期限为 20 年。2015 年，公司其他非流动资产同比下降 57.50%，主要由于公司当年收回委托贷款 10,000.00 万元所致，公司当期末没有其他的长期委托贷款。其他非流动资产中有 7,056.18 万元系垫付购买污水处理资产款，主要是公司垫付瓜沥镇人民政府向杭州萧山污水处理有限公司购买污水处理资产（包括土地、建筑物、设备等）及相关资产周边进行征地拆迁工作所需资金，2015 年余额较上年无变化。

值得注意的是，公司当期末对固定资产未提取任何减值准备。同时，公司固定资产中有账面原值合计 30,324.24 万元的权证手续尚未办妥，占当期末房屋及建筑物账面价值的 69.11%，公司无形资产中有 1,106.83 万元的土地使用权（面积约 141.13 亩）尚未办妥相关权证。虽然产权手续未办妥的固定资产和无形资产只占公司总资产比重的 7.79%，但需要注意该事项对公司生产经营可能带来的不利影响。

综合来看，公司流动性强的资产占比高，重大生产经营资产不存在抵质押情况，公司资产质量较好，并且货币资金余额较大，公司流动性良好。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	83,319.86	20.65%	92,088.40	23.96%
应收票据	39,964.13	9.90%	35,588.00	9.26%
应收账款	18,252.78	4.52%	18,836.49	4.90%
存货	18,415.46	4.56%	16,293.86	4.24%

其他流动资产	51,598.78	12.79%	34,000.27	8.85%
流动资产合计	223,096.01	55.28%	208,059.56	54.14%
固定资产	152,921.61	37.89%	143,725.50	37.40%
无形资产	14,318.13	3.55%	7,281.15	1.89%
非流动资产合计	180,466.56	44.72%	176,230.46	45.86%
资产总计	403,562.57	100.00%	384,290.02	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资产运营效率

受收入下降影响，公司2015年资产周转率有所下降

2015年由于收入较应收账款下降快，应收账款周转天数有所增加。存货方面，因上游原材料价格低，公司相应增加了原材料采购，加之公司库存商品也有所增加，导致存货周转率有所下降。受此影响，公司净营业周期增加4.36天。其他流动资产因银行理财产品大幅增加，年末余额较2014年末增长了7%，对流动资产周转率产生较大影响，流动资产周转天数相应增加了53天。固定资产增加数额相对较小，周转天数增加了16天。公司总资产周转天数则延长了56天。综合来看，公司资产周转效率有所下降。

表 12 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	22.05	20.96
存货周转天数	29.68	22.57
应付账款周转天数	22.19	18.36
净营业周期	29.53	25.17
流动资产周转天数	256.33	202.92
固定资产周转天数	176.36	160.69
总资产周转天数	468.39	412.45

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2015年公司营业收入小幅下降，毛利率有所提升，公司净利润稳步增长，整体盈利能力较为稳定

2015年，公司批发业务大幅缩减，公司实现营业收入302,765.91万元，同比下降4.92%。毛利率方面，在2015年印染业务单位成本增长7.26%的情况下，公司印染业务平均售价提高了8.40%，印染业与织布业毛利率较上年提升0.89%；2015年初公司三个热电厂陆续改造完成，改造后锅炉能耗更低，产气产电效率也有较大幅度的提高，公司电气蒸汽业务毛利

率相应提高了3.74%；由于煤炭价格持续下跌，公司批发业务毛利率提升0.62%。上述三项业务2015年合计收入占主营业务比例达97.93%（抵消前）。综合影响下，公司2015年综合毛利率提升了3.19个百分点，达到30.47%。

2015年公司期间费用率与上年基本持平，但期间费用构成有一定变化。受有息负债减少影响，公司财务费用较2014年下降2,332.87万元，至574.51万元。公司销售费用主要是工资、奖金及业务费，管理费用主要是技术开发费和职工薪酬，与上年一致。

公司2015年实现净利润56,346.32万元，同比增长8.69%。总资产回报率和2014年基本持平，公司盈利能力保持稳定。

盈利质量方面，公司利润主要靠纺织印染、电力蒸汽主营业务支持，2015年两者毛利润合计占毛利总额的99.37%（内部抵消前），公司营业外净收支只占利润总额的1.07%。但公司电力蒸汽部分对内销售，该业务对纺织印染业务具有一定依赖性，煤炭批发、航运及水利管理业务收入份额小且对主业依赖性强，公司业务相对单一，存在一定经营风险。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015年	2014年
营业收入	302,765.91	318,422.33
营业利润	68,744.32	63,753.74
利润总额	69,710.38	64,440.37
净利润	56,346.32	51,839.97
综合毛利率	30.47%	27.28%
期间费用率	7.68%	7.77%
营业利润率	22.71%	20.02%
总资产回报率	18.34%	18.86%
净资产收益率	19.39%	20.47%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金生成能力较好，资金比较充裕，资金压力小

2015年，公司实现营业收入302,765.91万元，同比下降4.92%。同时，公司营运资本占用增加，且收现比较上年下降3.52个百分点。受此影响，公司经营活动现金流量净额同比下降3.99%。但全年公司经营活动共实现净现金流入67,846.32万元，现金生成能力良好。由于公司近年设备技改、环保方面支出金额及理财业务支出金额均比较大，2015年公司投资活动现金流继续保持净流出状态。公司2015年收回的到期委托贷款较上期减少了10,000.00万元，并且当期支付购买“排污权使用权”7,892.67万元及购买银行理财产品

37,100.00万元，公司2015年度投资活动现金净流出额进一步扩大至32,310.32万元。筹资活动现金流方面，公司2015年借款金额较上期减少，同时公司于2015年3月23日支付了“11航民01”债券的本金及利息32,040.00万元，造成当期现金流出大幅增加。综合影响下，公司本期筹资活动现金净流出进一步增大。

截至2015年12月31日底公司未使用银行授信余额为34,255.00万元，公司账面可自由支配货币资金为82,723.36万元，“11航民02”债券到期前有规模为34,900.00万元的银行理财产品到期。公司2016年投资预算为37,500.00万元，综合考虑预计公司全年资金压力小。

表 14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015年	2014年
收现比	84.98%	88.51%
净利润	56,346.32	51,839.97
营运资本变化	-4,821.58	3,427.95
其中：存货减少（减：增加）	-2,269.09	-3,554.42
经营性应收项目的减少（减：增加）	-8,549.78	349.71
经营性应付项目的增加（减：减少）	5,997.29	6,632.65
经营活动产生的现金流量净额	67,846.32	70,666.51
投资活动产生的现金流量净额	-32,310.32	-18,214.15
筹资活动产生的现金流量净额	-44,503.97	-21,570.69
现金及现金等价物净增加额	-8,847.04	30,884.76

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2015年公司债务总额降幅明显，整体杠杆水平下降，公司负债以流动负债为主，偿债能力较强

2015年，公司债务总额同比下降17.17%，降幅明显。同时，受公司利润积累的影响，公司所有者权益达到309,949.94万元，同比增长14.26%。在上述因素的综合影响下，公司负债权益比由2014年的41.66%下降至30.20%，公司总体杠杆水平下降明显。

表 15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015年	2014年
负债总额	93,612.63	113,013.97
所有者权益	309,949.94	271,276.05
负债与所有者权益比率	30.20%	41.66%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

公司负债以流动负债为主，截至2015年12月底，公司债务余额中流动负债占比89.82%。

公司流动负债主要为短期借款、应付账款、应付职工薪酬、应交税费及一年内到期的非流动负债。公司短期借款均为保证借款，因子公司本期银行借款增加，公司2015年短期借款同比增加87.18%。应付账款主要为应付材料及劳务采购款。应交税费主要为应交企业所得税，应交税费本期同比增长22.75%，系因公司2015年利润总额增加所致。一年内到期的非流动负债系公司2013年发行的本期债券，本期债券将于2016年9月16日到期。

公司非流动负债主要是递延收益。应付债券由于在2015年转入一年内到期的非流动负债科目，当期余额为0。2015年公司递延收益增长28.47%，主要系政府补助较2014年增长了34.04%所致。

2015年末，公司有息负债余额为32,685.99万元，占债务总额比重降至34.92%，较2014年下降18.88个百分点，公司有息负债全部为短期债务。从公司账面货币资金和现金流情况来看，有息债务的偿还压力不大。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	7,300.00	7.80%	3,900.00	3.45%
应付账款	13,170.35	14.07%	12,786.77	11.31%
应付职工薪酬	14,583.12	15.58%	13,614.08	12.05%
应交税费	13,549.20	14.47%	11,038.19	9.77%
一年内到期的非流动负债	25,385.99	27.12%	31,586.38	27.95%
流动负债合计	84,081.21	89.82%	80,289.74	71.04%
应付债券	-	-	25,305.33	22.39%
递延收益	9,531.42	10.18%	7,418.89	6.56%
非流动负债合计	9,531.42	10.18%	32,724.23	28.96%
负债合计	93,612.63	100.00%	113,013.97	100.00%
其中：有息债务	32,685.99	34.92%	60,791.71	53.79%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

截至2015年12月31日，公司资产负债率为23.20%。2015年，公司流动比率为2.65，速动比率为2.43，较2014年均有所提高，并且均高于2，公司流动资产和速动资产均以货币资金为主，公司短期偿债能力好。长期偿债指标方面受盈利增加影响，公司EBITDA较2014年增长了6.47%，结合当期债务规模下降因素，公司2015年EBITDA利息保障倍数达到35.33，有息债务占EBITDA的比重也由2014年的71.84%提升到了2015年的36.28%，公司生产经营活动对有息负债的本金及利息偿付形成较强保障。综合来看，公司偿债能力较2014年增强，公司债务安全性高。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2015年	2014年
资产负债率	23.20%	29.41%
流动比率	2.65	2.59
速动比率	2.43	2.39
EBITDA (万元)	90,093.63	84,620.61
EBITDA 利息保障倍数	35.33	19.33
有息债务/EBITDA	36.28%	71.84%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

本期债券由浙江航民实业集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保为本期债券的偿还提供一定的保障

本期债券由浙江航民实业集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。截至 2014 年 12 月 31 日，航民实业纳入合并范围的子公司共计 31 家。

表 18 担保方主要财务指标

项目	2014年	2013年
总资产 (万元)	678,407.39	611,059.42
归属于母公司所有者权益 (万元)	109,296.25	98,150.54
有息债务 (万元)	143,513.68	161,766.10
资产负债率	52.09%	53.49%
流动比率	1.52	1.40
速动比率	0.99	0.95
营业收入 (万元)	1,016,937.51	1,118,334.43
营业利润 (万元)	67,805.56	68,420.43
利润总额 (万元)	68,011.92	68,715.27
综合毛利率	10.58%	9.83%
总资产回报率	12.73%	14.28%
EBITDA (万元)	100,735.77	99,298.59
EBITDA 利息保障倍数	7.16	7.95
经营活动现金流净额 (万元)	89,663.06	55,204.28

资料来源：航民实业 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

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。2014 年，航民实业的收入来源主要为珠宝首饰、纺织业务及有关物品制造业务收入。其中，金银首饰业务以取材加工和批发为主，主要利润来自于加工费收入，毛利较为稳定。航民实业通过租赁黄金实物方式采购原料黄金，且批发模式周转速度相对较快，黄金原料

价格对该项业务盈利能力影响有限。截止至 2014 年 6 月份，航民实业金银首饰加工能力约为 55 吨，2013 年共实现金银首饰销售收入约 72 亿元。稀贵金属冶炼业务主要由杭州萧山稀贵金属冶炼有限公司负责，占地 4 万平方米，主要经营金属冶炼、阴极铜及铜制品的加工。截至 2013 年底航民实业电解铜生产线产能 1.5 万吨/年。2013 年航民实业稀贵金属业务共获得销售收入 5.05 亿元，其中白银销售额占比 81.04%。航民实业纺织印染业务大多来自航民股份，2014 年航民股份纺织业务共获得营业收入 27.14 亿元，毛利率 25.57%。

整体来看，航民实业收入来源多元化，利于减少行业波动对公司的影响。2014 年度，航民实业主营业务收入略有降低，主要是由于批发业务的减少，但整体主要业务较为稳定，毛利率比上年略有上升。

表 19 2013-2014 年航民实业主营业务收入情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
纺织业	271,397.94	25.57%	269,906.18	24.03%
电力生产业	52,121.63	29.68%	55,394.55	25.02%
批发业	55,502.06	3.08%	225,933.99	2.46%
交通运输业	5,205.93	-9.08%	5,927.33	8.83%
水利管理业	733.57	13.40%	832.69	11.44%
住宿和餐饮业	5,663.44	23.34%	6,692.85	22.27%
商务服务业	6.80	100.00%	1,136.87	11.77%
房地产业	2,529.80	56.06%	4,811.36	59.56%
有色金属冶炼及压延加工	46,846.60	2.33%	-	-
橡胶制品业	317.89	15.37%	-	-
珠宝首饰及有关物品制造业	1,017,176.31	1.71%	-	-
非金属物制品业	1,034.09	1.79%	-	-
未分	2,284.84	0.11%	-	-
制造业合计	1,067,659.73	1.74%	783,305.41	2.58%
抵消	444,713.17	-	236,424.77	-
抵消后合计	1,016,107.33	10.53%	1,117,516.46	9.79%

注：航民实业纺织业务收入主要来自航民股份，2014 年航民实业和航民股份纺织类业务收入（抵消前）差额为 3,501.37 万元

资料来源：航民实业 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

2015年08月26日，航民实业主体长期信用等级评定为AA，评级展望为稳定，评级有效期至2016年8月25日。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

2015年，公司资产规模进一步增长，公司资产以流动资产为主，资产质量较好，公司资产流动性良好，债券保障程度高。公司主业印染业务经营稳定，虽然2015年营业收入有所下降，但毛利率小幅提升，整体盈利能力保持稳定。其他业务与印染业务配套，主要是内部销售，一定程度上降低了生产成本。公司自设污水处理子公司，环保配套设施比较完善，2016年公司将继续增加环保投入，有利于提升公司竞争实力。并且，航民实业为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保进一步提升了本期债券的安全性。

但鹏元也注意到，2015年印染行业需求增长不足，公司仍面临一定的下行风险；环保标准趋严及劳动力成本上升抬升了印染企业的经营成本。同时，公司其他业务对印染主业依赖性比较强，业务相对单一，面临一定的经营风险。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA和本期债券信用等级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	2014年	2013年
货币资金	83,319.86	92,088.40	61,704.00
应收票据	39,964.13	35,588.00	40,466.15
应收账款	18,252.78	18,836.49	18,237.21
预付款项	11,120.51	10,888.78	9,448.96
应收利息	27.50	112.93	112.36
其他应收款	396.99	250.83	97.70
存货	18,415.46	16,293.86	12,739.44
其他流动资产	51,598.78	34,000.27	8,099.29
流动资产合计	223,096.01	208,059.56	150,905.13
固定资产	152,921.61	143,725.50	140,539.57
在建工程	4,068.68	5,802.47	3,436.94
无形资产	14,318.13	7,281.15	7,738.00
长期待摊费用	123.40	134.62	149.67
递延所得税资产	992.95	366.04	333.98
其他非流动资产	8,041.79	18,920.68	42,229.23
非流动资产合计	180,466.56	176,230.46	194,427.38
资产总计	403,562.57	384,290.02	345,332.51
短期借款	7,300.00	3,900.00	6,800.00
应付票据	-	-	1,436.74
应付账款	13,170.35	12,786.77	10,833.45
预收款项	1,221.34	973.01	1,265.48
应付职工薪酬	14,583.12	13,614.08	11,347.88
应交税费	13,549.20	11,038.19	8,258.20
应付利息	11.55	7.69	14.31
应付股利	8,068.75	5,558.75	4,025.00
其他应付款	790.90	824.87	844.50
一年内到期的非流动负债	25,385.99	31,586.38	900.00
流动负债合计	84,081.21	80,289.74	45,725.55
长期借款	-	-	-
应付债券	-	25,305.33	56,684.91
递延收益	9,531.42	7,418.89	7,573.71
其他非流动负债	-	-	-
非流动负债合计	9,531.42	32,724.23	64,258.62
负债合计	93,612.63	113,013.97	109,984.18

股本	63,531.00	63,531.00	63,531.00
资本公积	10,369.91	10,369.91	10,369.91
盈余公积	21,259.85	18,537.24	16,321.36
未分配利润	180,003.84	148,535.56	119,991.41
归属于母公司所有者权益合计	275,164.60	240,973.71	210,213.69
少数股东权益	34,785.33	30,302.34	25,134.64
所有者权益合计	309,949.94	271,276.05	235,248.33
负债和所有者权益总计	403,562.57	384,290.02	345,332.51

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
营业总收入	302,765.91	318,422.33	293,079.25
其中：营业收入	302,765.91	318,422.33	293,079.25
营业总成本	236,876.54	258,956.51	236,766.11
其中：营业成本	210,511.32	231,549.18	211,449.73
营业税金及附加	2,840.28	2,557.59	2,489.27
销售费用	5,279.49	4,912.59	4,662.76
管理费用	17,412.59	16,912.96	16,119.60
财务费用	574.51	2,907.38	1,885.09
资产减值损失	258.33	116.81	159.65
加：公允价值变动收益	-	-	-
投资收益	2,854.95	4,287.92	1,834.81
营业利润	68,744.32	63,753.74	58,147.95
加：营业外收入	1,477.26	1,555.72	1,651.16
其中：非流动资产处置利得	42.40	211.50	232.18
减：营业外支出	511.20	869.09	1,142.63
其中：非流动资产处置损失	67.91	260.93	691.42
利润总额	69,710.38	64,440.37	58,656.48
减：所得税费用	13,364.06	12,600.41	11,241.01
净利润	56,346.32	51,839.97	47,415.47
归属于母公司所有者的净利润	48,433.32	44,487.28	41,110.70
少数股东损益	7,913.00	7,352.69	6,304.77
综合收益总额	56,346.32	51,839.97	47,415.47
归属于母公司所有者的综合收益总额	48,433.32	44,487.28	41,110.70
归属于少数股东的综合收益总额	7,913.00	7,352.69	6,304.77

资料来源：公司 2013-2015 年度审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	257,304.47	281,819.97	253,132.41
收到的税费返还	546.41	336.08	455.18
收到其他与经营活动有关的现金	2,171.05	1,941.62	1,796.31
经营活动现金流入小计	260,021.93	284,097.67	255,383.90
购买商品、接受劳务支付的现金	94,926.74	125,732.88	125,408.10
支付给职工以及为职工支付的现金	54,432.54	49,016.82	45,809.13
支付的各项税费	38,285.77	34,551.26	32,352.77
支付其他与经营活动有关的现金	4,530.56	4,130.21	4,042.67
经营活动现金流出小计	192,175.61	213,431.16	207,612.67
经营活动产生的现金流量净额	67,846.32	70,666.51	47,771.23
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	158.34	370.63	1,154.05
收到其他与投资活动有关的现金	35,836.10	49,060.26	2,322.34
投资活动现金流入小计	35,994.44	49,430.89	3,476.39
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	31,204.76	20,588.85	14,399.87
取得子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	0.00	-
支付其他与投资活动有关的现金	37,100.00	47,056.18	33,000.00
投资活动现金流出小计	68,304.76	67,645.03	47,399.87
投资活动产生的现金流量净额	-32,310.32	-18,214.15	-43,923.48
取得借款收到的现金	4,900.00	13,050.00	12,300.00
发行债券收到的现金	-	-	24,762.50
筹资活动现金流入小计	4,900.00	13,050.00	37,062.50
偿还债务支付的现金	31,500.00	16,850.00	13,300.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	17,903.97	17,770.69	11,302.15
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	920.00	651.25	375.00
支付其他与筹资活动有关的现金	-	-	1,056.94
筹资活动现金流出小计	49,403.97	34,620.69	25,659.09
筹资活动产生的现金流量净额	-44,503.97	-21,570.69	11,403.41
汇率变动对现金及现金等价物的影响	120.93	3.09	-25.21
现金及现金等价物净增加额	-8,847.04	30,884.76	15,225.95
加：期初现金及现金等价物余额	91,570.40	60,685.63	45,459.68
期末现金及现金等价物余额	82,723.36	91,570.40	60,685.63

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	56,346.32	51,839.97	47,415.47
加：资产减值准备	258.33	116.81	149.60
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	16,966.09	15,206.38	14,581.40
无形资产摊销	855.69	581.25	575.28
长期待摊费用摊销	11.22	15.06	26.57
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	25.51	49.43	322.12
固定资产报废损失	-	-	137.12
公允价值变动损失	-	-	-
财务费用	2,443.76	4,374.80	3,190.82
投资损失	-2,854.95	-4,287.92	-1,834.81
递延所得税资产减少	-626.91	-32.06	17.17
存货的减少	-2,269.09	-3,554.42	2,030.90
经营性应收项目的减少	-8,549.78	349.71	-23,356.02
经营性应付项目的增加	5,997.29	6,632.65	5,091.65
其他	-757.16	-625.14	-576.03
经营活动产生的现金流量净额	67,846.32	70,666.51	47,771.23
不涉及现金收支的重大投资和筹资活动	-	-	-
现金及现金等价物净变动情况	-	-	-
现金的期末余额	82,723.36	91,570.40	60,685.63
减：现金的期初余额	91,570.40	60,685.63	45,459.68
加：现金等价物的期末余额	-	-	-
减：现金等价物的期初余额	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	-8,847.04	30,884.76	15,225.95

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2015年	2014年	2013年
固定资产周转率	2.04	2.24	2.11
应收账款周转率	16.33	17.18	17.32
存货周转率	12.13	15.95	15.37
应付账款周转率	16.22	19.61	18.59
净营业周期	29.53	25.17	24.84
总资产周转率	0.77	0.87	0.94
综合毛利率	30.47%	27.28%	27.85%
销售净利率	18.61%	16.28%	16.18%
净资产收益率	19.39%	20.47%	21.66%
总资产回报率	18.34%	18.86%	19.73%
管理费用率	5.75%	5.31%	5.50%
销售费用率	1.74%	1.54%	1.59%
EBIT（万元）	72,260.63	68,817.93	61,832.72
EBITDA（万元）	90,093.63	84,620.61	77,015.97
利息保障倍数	28.33	15.72	19.47
EBITDA 利息保障倍数	35.33	19.33	24.25
资产负债率	23.20%	29.41%	31.85%
流动比率	2.65	2.59	3.30
速动比率	2.43	2.39	3.02
短期有息债务（万元）	32,685.99	35,486.38	9,136.74
长期有息债务（万元）	-	25,305.33	56,684.91
有息负债（万元）	32,685.99	60,791.71	65,821.65

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录五 截至2015年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
杭州澳美印染有限公司	USD1000	70%	化纤、混纺织物的印染、整理
杭州航民热电有限公司	RMB5500	80%	火力发电、蒸汽
杭州钱江印染化工有限公司	USD1300	70%	生产销售染料及化纤面料；化纤织物印染和整理加工
杭州航民达美染整有限公司	USD1900	75%	主营高档棉布、麻布及混纺织物的印染加工
杭州航民美时达印染有限公司	USD750	75%	主营高档棉布、麻布及混纺织物的印染加工
杭州萧山航民污水处理有限公司	RMB1000	100%	主营工业水处理
浙江航民海运有限公司	RMB8000	100%	主营煤炭、矿砂等运输
杭州萧山航民非织造布有限公司	RMB3000	100%	主营非织造布、非织造合成革基布、无纺布等加工
杭州航民小城热电有限公司	RMB10000	100%	发电类
杭州航民江东热电有限公司	RMB12000	100%	发电类
杭州萧山东片污水处理有限公司	RMB4000	100%	主营污水处理
杭州航民物资贸易有限公司	RMB1500	100%	主营煤炭销售

资料来源：公司 2015 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	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+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	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
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×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%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
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	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	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）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	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
	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年内到期的长期有息债务
	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。