

山东南山智尚科技股份有限公司2022年向 不特定对象发行可转换公司债券信用评级 报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值

信用评级报告声明

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

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

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：





山东南山智尚科技股份有限公司2022年 向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2022-09-13

评级观点

中证鹏元评定山东南山智尚科技股份有限公司（以下简称“南山智尚”或“公司”，股票代码“300918.SZ”）主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，评定本次拟发行不超过 69,958 万元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。

■ 上述等级的评定是考虑到公司精纺呢绒业务竞争力较强，IPO 上市增强了公司的资本实力；同时中证鹏元也关注到，本期债券募投项目存在收益不及预期的风险，公司对羊毛进口依赖度高，且价格存在波动风险，以及存在一定存货跌价风险等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 69,958 万元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

发行目的：扣除发行费用后，募集资金净额拟投资于年产 3,000 吨超高分子量聚乙烯新材料建设项目

未来展望

■ 公司精纺呢绒业务竞争力较强，精纺及服装生产板块均在智能化升级改造，预计未来收入持续性好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.6	2021	2020	2019
总资产	28.50	27.04	24.30	20.30
归母所有者权益	16.87	16.60	15.30	10.46
总债务	5.69	4.95	4.09	5.16
营业收入	7.80	14.92	13.58	17.71
净利润	0.70	1.52	0.86	1.21
经营活动现金流净额	-0.17	2.52	3.70	3.82
销售毛利率	31.38%	34.17%	30.78%	30.21%
EBITDA 利润率	-	19.18%	17.73%	14.89%
总资产回报率	-	7.81%	4.97%	8.19%
资产负债率	40.59%	38.39%	36.81%	48.10%
净债务/EBITDA	-	-2.37	-2.50	0.26
EBITDA 利息保障倍数	-	20.26	13.39	9.50
总债务/总资本	25.16%	22.90%	21.02%	32.87%
FFO/净债务	-	-19.61%	-14.97%	77.49%
速动比率	1.26	1.47	1.55	0.79
现金短期债务比	1.91	2.59	2.72	0.95

资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

宋晨阳

项目组成员：郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

郑丽芬

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司精纺呢绒业务竞争力较强。**公司精纺呢绒业务围绕中高端品牌定位，产能稳定，产能利用率较高，为精梳毛机织物单项冠军示范企业。
- **IPO 上市增强了公司的资本实力。**公司于 2020 年 12 月在创业板首次公开发行股票，募集资金净额 3.99 亿元，所有者权益大幅提升。

关注

- **募投项目收益不及预期的风险。**本期债券募投项目投资规模较大，建设周期较长，且当前疫情风险仍在，项目能否如期建成存在一定不确定性。此外，项目建成后能否完全达产，以及产品、原材料价格波动均会导致未来收益的不确定性。
- **公司羊毛进口依赖度高，且存在价格波动风险。**公司羊毛主要自澳洲进口，且羊毛价格易受气候、消费需求、产业国政策、羊毛储备情况、汇率变动等多因素影响，波动较大。
- **公司存在一定跌价风险。**公司精纺呢绒业务库存量相对较高，原材料羊毛价格波动较大，且对公司产品价格有直接影响。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
主体信用等级					AA-

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。



一、发行主体概况

2007年4月，南山集团有限公司（以下简称“南山集团”）以100万元为注册资本成立龙口市东海纺织有限公司（以下简称“东海纺织”）。2007年6月13日，东海纺织的注册资本由100万元增加至2亿元。2007年6月16日，南山集团同意将持有的东海纺织100%股权转让给NATSUN，转让金额为2,623万美元，并于2007年7月获发新的《企业法人营业执照》，同年8月，公司名称变更为山东南山纺织服饰有限公司（以下简称“南山纺织”）。2013年9月及2016年4月，南山纺织分别吸收合并了山东南山赛肯德纺织服饰有限公司和烟台康赛特纺织有限公司，合并后注册资本为3,725.5万美元。2017年3月，NATSUN将其持有的南山纺织27%股权转让给南山集团，同时分别将5%的股权转予烟台南晟投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“烟台南晟”）和烟台盛坤投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“烟台盛坤”）；2017年6月，NATSUN将所持有南山纺织剩余63%的股权转让给南山集团，本次转让完成后，南山集团、烟台南晟和烟台盛坤分别持有南山纺织90%、5%和5%的股权，南山纺织注册资本变更为26,812.13万元。2017年12月，南山纺织召开创立大会，以发起方式设立南山智尚，整体变更为股份有限公司，南山集团、烟台南晟和烟台盛坤分别认购24,300万股、1,350万股和1,350万股，分别持有公司90%、5%和5%的股份。2020年12月，公司于创业板首次公开发行9,000万股，公司股本增加至36,000万股，南山集团持有公司股份下降为67.50%。截至2022年6月末，公司注册资本和实收资本均为36,000万元，南山集团持有公司67.50%的股权，为公司控股股东，其所持股份无质押情况，实际控制人为龙口市东江街道南山村村民委员会。

公司控股股东南山集团位于山东省龙口市南山工业园，是以有色金属为主，纺织、物流运输、天然气销售、电力、房地产、旅游、金融、教育为辅的大型企业集团，行业地位突出。控股股东及实际控制人为龙口市东江街道南山村村民委员会，持股比例为51%，法定代表人为宋建波，持股比例为49%。截至2021年底，南山集团合并资产总额1,492.82亿元，所有者权益844.15亿元（含少数股东权益366.53亿元）；2021年，南山集团实现营业总收入550.91亿元，利润总额60.45亿元，经营业绩良好。但也需关注的是，南山集团裕龙岛炼化一体化项目一期投资规模大，资本支出压力大；同时其债务规模大且短期债务占比高。

公司主营业务为精纺面料和服装、正装、职业装、劳保工装的生产与销售。2021年，公司开拓了超高分子聚乙烯新材料领域业务。截至2022年6月末，纳入公司合并范围的一级子公司共8家。

二、本期债券概况

债券名称：山东南山智尚科技股份有限公司2022年向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过69,958万元（含）；

债券期限和利率：期限为6年，票面利率确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：自发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司股票交易均价。在本次发行之后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本），则转股价格相应调整；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决，出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价之中的较高者；

赎回条款：到期赎回条款，在本期债券到期后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的本期债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会在本次发行前根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定；有条件赎回条款，在本期债券债券转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或当本期债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本期债券；

回售条款：有条件回售条款，本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。最后两个计息年度，本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权；附加回售条款，若公司本期债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会、深圳证券交易所认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享

有一次以债券面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本期债券的权利。本期债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告的附加回售申报期内进行回售，在该次附加回售申报期内不实施回售的，自动丧失该附加回售权；

向原股东配售安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例由公司股东大会授权董事会根据发行时具体情况确定，并在本期债券发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。具体发行方式由公司股东大会授权董事会与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金总额不超过69,958万元（含），扣除发行费用后，募集资金净额拟投资于以下项目：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
年产3000吨超高分子量聚乙烯新材料建设项目	69,958	69,958	100.00%

资料来源：《山东南山智尚科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券预案》

本期债券募投项目为年产3,000吨超高分子量聚乙烯纤维项目，由公司本部负责建设运营，建设地点位于山东省龙口市南山工业园，项目用地面积约202.08亩，项目建设3套年产1,000吨/线纺丝装置及配套后处理生产装置；配建2套处理能力为20t/h/套的液体回收装置，2套处理能力为5t/h/套的液体回收装置；配建气体回收装置及罐区；配建1套100吨/年试验线装置；配建辅助生产装置及公用工程；配建生产车间、仓库、罐区等建构筑物。该募投项目总投资69,958万元，建设期为2年，已取得山东省项目建设备案和环境影响报告书等批复。

根据公司提供的《山东南山智尚科技股份有限公司年产3,000吨超高分子量聚乙烯新材料建设项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），本次债券募投项目财务评价以12年为计算期，其中建设期为2年，同时建设同时生产，折现率确定为12%，项目第3年生产负荷为80%，第4年及以后各年的生产负荷均按100%计算。在满负荷年份，该项目可实现销售收入41,810.00万元（含税），税后净利润10,530.10万元，税后内部收益率为14.78%。中证鹏元注意到，该募投项目投资规模较大，建设周期较长，且当前疫情风险仍在，项目能否如期建成存在一定不确定性。此外，项目建成后能否完全达产，以及未来产品和原材料价格的变动均将带来预期收益的不确定性。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年以来国内疫情反弹等因素使得经济下行压力加大，稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，基建投资是稳增长的重要抓手

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

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

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

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

2022 年上半年，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，国内疫情反弹、俄乌冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力进一步加大，上半年 GDP 同比增长 2.5%。生产端工业生产和服务业由底部逐渐实现企稳回升，需求端出口显现强大韧性，制造业投资和基建投资较快增长，房地产投资底部徘徊，消费市场承压。宏观政策方面，货币政策

稳健宽松，流动性合理充裕，信贷结构持续优化；积极的财政政策靠前发力，实施大规模增值税留抵退税，加快专项债发行和使用进度。受疫情、退税减税降费、土地出让金大幅下滑等因素影响，财政收支平衡压力加大，上半年全国一般公共预算收入 10.52 万亿元，扣除留抵退税因素后增长 3.3%，按自然口径计算下降 10.2%；同期全国一般公共预算支出 12.89 万亿元，同比增长 5.9%。

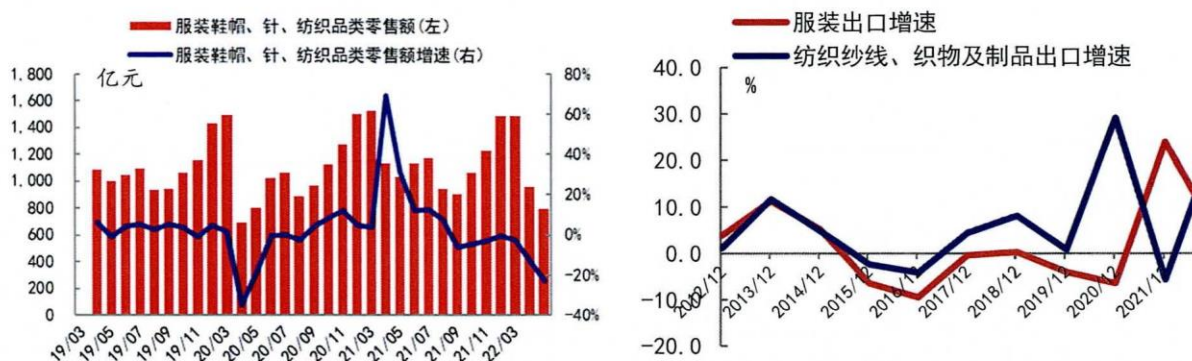
下半年，我国坚持稳中求进工作总基调，稳增长政策保持连续性，货币政策仍稳健偏宽松，财政政策依旧积极，经济有望回升向好，保持在合理区间。结构上看，基建投资是经济增长的重要抓手，下半年继续提速；制造业投资和出口仍具韧性，消费和地产投资缓慢修复。同时仍需注意，全球经济增长放缓，地缘政治冲突持续；国内三重压力犹在，疫情影响还未消除，地产回暖压力大，消费复苏存在不确定性，经济运行仍然面临较大不确定性和不稳定性。

行业环境

国内服装零售增速短期压力仍较大，出口保持较好水平

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

图 1 国内服装鞋帽、针纺织品零售短期压力较大 图 2 纺织品及服装出口增速有所波动



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

受到世界经济逐步复苏带动市场回暖、出口订单回流带动采购需求等因素影响，2021年我国纺织行业出口实现较快增长。2021年我国纺织品服装出口总额3,154.6亿美元，增长8.3%，增速超过疫情前水平，其中服装出口形势明显回暖，全年出口额1,702.6亿美元，增长24%，为2015年以来的最好水平，对行业

出口增长的支撑作用突出；纺织品出口额1,452亿美元，同比下降5.6%，主要是口罩、防护服出口同比显著下降，降幅达76.1%。2022年上半年，纺织品出口763.19亿美元，增长11.30%；服装出口801.71亿美元，增长12.0%，均保持正增长。《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）生效实施对我国纺织产业出口形成一定提振，一季度我国对RCEP其他14个成员国纺织品服装出口额共计214亿美元，同比增长12.3%，占同期我国纺织品服装出口总额的29.6%。

纺织企业持续深化转型升级，积极扩大技术改造升级、区域布局调整等领域的有效投资，全行业投资增势良好

自2016年开始，纺织行业固定资产投资增速明显下滑，国内劳动密集型行业比较优势逐步收窄，产能扩张意愿不强。虽然面临较为严峻的市场环境，但在国家稳增长、保市场主体加大助企纾困力度等政策支持下，2021年纺织企业持续深化转型升级，积极扩大技术改造升级、节能降碳、区域布局调整等领域的有效投资，全行业投资增势良好。根据国家统计局数据，2021年我国纺织业固定资产投资完成额同比增长11.9%，增速较上年同期回升18.8个百分点。其中，纺织业和化纤业龙头骨干企业积极围绕技术装备升级、延伸产业链条和区域布局调整积极开展投资活动，投资额两年平均增速分别为2.1%和3.1%，投资规模已超过疫情前水平。

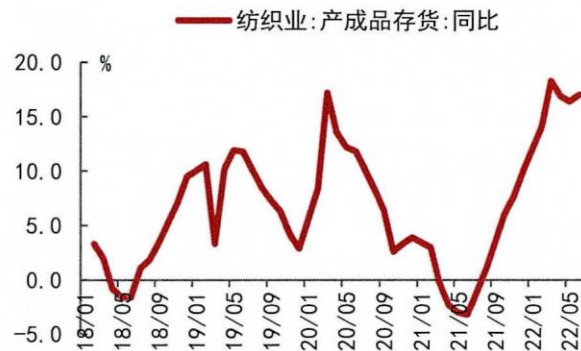
疫情管控趋严物流滞后，产成品库存增加。截至2022年6月末，纺织业产成品存货规模1,887.30亿元，同比增长17.0%；服装产成品存货规模为1,006.30亿元，同比增长13.6%。

图3 纺织业固定资产投资增速转正¹



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 纺织业产成品库存增速大幅上行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2022年以来人民币贬值一定程度上可使纺织服装行业受益，但未来汇率走势的大幅波动仍将增加纺织企业盈利的不确定性。对于纺织企业来说，人民币贬值意味着纺织产品性价比提升从而带动竞争力回升，尤其是随着海外供应链的恢复，本身出口面临压力，将刺激出口以提振出口订单，一定程度上使用

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

业出口整体收益。我国纺织企业外销占比（以销售额计）约为30%，汇率变动仍会对行业盈利产生一定影响，如2020年人民币的升值周期中多数企业就确认了大额的汇兑损失，虽然当前人民币贬值趋势下对于纺织企业的收益是正向影响，但受多重因素影响，国际汇率波动频繁，未来汇率走势的大幅波动仍将增加纺织企业盈利的不确定性。

近年国际市场羊毛价格大幅调整，2021年下半年以来走势相对平稳，价格中枢较2018年大幅回落

羊毛价格受气候、消费需求、产业国政策、羊毛储备情况、汇率变动等多因素影响，其价格的波动直接影响到毛纺行业的原材料成本以及产品价格。澳大利亚作为全球较大的羊毛出产国以及出口国，其国内羊毛拍卖市场的价格基本可以反应全球羊毛价格的走势，其他国家如新西兰、乌拉圭、南非、英国及中国的羊毛价格基本上跟随澳毛价格波动。

图 5 2019 年以来羊毛价格跌幅明显



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2016 年至 2018 年 8 月，羊毛价格整体处于上行区间，澳大利亚羊毛交易所东部市场综合指数（以下简称“澳毛东部指数”）峰值出现在 2018 年 8 月 16 日，为 2,116.00 澳分/公斤，2018 年 9 月澳毛东部指数开始大幅下跌，2018 年 11 月 8 日跌至 1,776.00 澳分/公斤，随后逐步回升，2019 年 5 月 9 日为 1,952.00 澳分/公斤，仍处于较高水平。2019 年 5 月中旬开始，澳毛东部指数开始大幅跳水，2019 年 9 月至 2020 年 3 月，澳毛东部指数在 1,550.00 澳分/公斤上下震荡。2020 年 3 月，疫情在欧美主要国家大范围流行，各国分别采取了不同程度的疫情应对措施，对经济发展造成严重影响，澳毛东部指数再次下跌，截至 2020 年 9 月 3 日，澳毛东部指数跌至近年最低值 858 澳分/公斤，随后澳毛东部指数逐步恢复，2022 年来于 1,400 澳分/公斤上下波动，较为平稳。

五、公司治理与管理

根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和其他有关规定，公司制定了《山东南山智尚科技股份有限公司章程》（以下简称“章程”）。股东大会是公司的权力机构，根据章程和相

关法律行使职权。股东大会分为年度股东大会和临时股东大会。年度股东大会每年召开一次，应当于上一会计年度结束后的6个月内举行，此外，当出现章程规定的特殊情形时，公司在事实发生之日起2个月内召开临时股东大会。公司召开股东大会时，董事会、监事会以及单独或者合并持有公司3%以上股份的股东，有权向公司提出提案。截至2022年6月末，公司实际控制人直接控制公司67.50%的股份，控制权较为稳定。

公司设董事会，对股东大会负责，董事会由9名董事组成，其中独立董事三名。董事会设董事长1人，副董事长1人，董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司董事由股东大会选举或更换，并可在任期届满前由股东大会解除其职务。董事任期三年，任期届满可连选连任。董事可以由总经理或者其他高级管理人员兼任，但兼任总经理或者其他高级管理人员职务的董事以及由职工代表担任的董事，总计不得超过公司董事总数的1/2。董事会每年至少召开两次定期会议，当代表1/10以上表决权的股东、1/3以上董事、监事会或二分之一以上独立董事可以提议召开董事会临时会议；董事长应当自接到提议后10日内，召集和主持董事会会议。董事会会议应有过半数的董事出席方可举行，每一位董事享有一票表决权，董事会作出决议必须经全体董事的过半数通过。

公司设总经理1名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。公司总经理任期三年，对董事会负责，连聘可以连任。公司设监事会，由5名监事组成，设监事会主席1人，由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事每届任期3年，任期届满可连选连任。监事会每6个月至少召开一次会议，此外监事可以提议召开临时监事会会议，监事会决议应当经半数以上监事通过。

人力资源方面，截至2021年末，公司母公司及主要子公司在职员工数量合计5,022人，主要为生产人员，占比为78.91%；教育程度方面，本科及以上学历员工486人，占比为9.68%。

表2 2021 年末公司人员构成情况（单位：人）

专业构成类别	专业构成人数	占总员工数量比重
生产人员	3,963	78.91%
销售人员	508	10.12%
技术人员	348	6.93%
财务人员	21	0.42%
行政人员	182	3.62%
合计	5,022	100.00%
教育程度类别	数量	占总员工数量比重
硕士及以上	20	0.40%
本科	466	9.28%
大专	1,417	28.22%

专科以下	3,119	62.11%
合计	5,022	100.00%

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

组织架构方面，公司设有审计部、财务部、人力资源部、面料事业部、服装事业部、电商事业部、品牌运营中心等部门，分别负责公司经营的各个方面。此外，公司制定有股东大会议事规则、董事会议事规则、监事会议事规则、关联交易决策制度、对外担保管理制度、投融资管理制度等各项内控制度，满足公司生产运营需要。

发展战略方面，公司未来将加强女装市场的开发力度，坚持线上线下多渠道市场布局，加快智能制造升级，大量拓展超高分子聚乙烯纤维材料，开创新的业绩增长来源，并同时继续巩固面料市场地位，加快进口替代步伐。

六、经营与竞争

公司主营业务为精纺呢绒和纺织服饰业务，围绕精纺面料和服装、正装、职业装、劳保工装展开，2021年公司开始逐步开拓超高分子聚乙烯新材料领域业务。公司拥有涵盖集面料研发、毛条加工、染色、纺纱、织造、后整理于一体的精纺呢绒业务体系，以及集成衣研发、设计、制造、品牌运营于一体的服装业务体系。受疫情影响，公司营业收入近年存在较大波动，其中2020年降幅较大，2021年整体有所回升，细分来看精纺呢绒板块已恢复至2019年同期水平，服装类收入进一步下滑。销售毛利率方面，2019-2020年各板块毛利率保持平稳，2021年精纺呢绒毛利率大幅提升。2022年1-6月，公司实现营业收入7.80亿元，同比增长18.60%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022 年 1-6 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
精纺呢绒	40,938.25	34.08%	86,748.42	35.35%	61,813.47	25.99%	87,446.17	25.19%
服装类	36,249.61	26.91%	60,773.03	31.10%	71,360.13	32.84%	86,938.35	33.24%
其他	836.50	93.52%	1,678.15	84.72%	2,605.14	88.24%	2,698.55	95.75%
营业收入合计	78,024.36	31.38%	149,199.60	34.17%	135,778.75	30.78%	177,083.06	30.21%

资料来源：公司提供

公司主要产品产能保持稳定，精纺呢绒和衬衫产能利用率较高，西装产量及产能利用率受订单量减少影响降幅较大

公司采用自主生产为主、委托加工为辅的生产模式。公司主要根据客户订单进行批量生产，按相应的生产工艺、质量控制要求组织生产。公司建立了快速反应体系，通过总结市场销售信息、产品品种流行周期，分析流行趋势，确立了常规品种“备纱备货”生产模式，以缩短产品的交付周期。委外加工是指公司提供成品/半成品的设计方案或技术要求以及主要原材料，将特定工序或全部工序委托外协厂商

进行生产，并全程跟踪、严格验收，最后将加工好的成品/半成品收回用于进一步加工或销售的方式。

近三年，公司精纺呢绒、西装及衬衫产能保持稳定。其中，公司精纺呢绒产能为1,600.00万米，产量存在一定波动，2020年下降幅度较大，主要系疫情及市场需求下降所致，2021年随着疫情影响的减弱及市场需求得到恢复，产量有所回升。公司精纺呢绒产能利用率随着产量的变化而有所波动，整体处于较高水平。

公司西装和衬衫产能分别为135万套和45万件，除自主生产外，部分进行委托加工或外购。近年来，公司西装自产产量持续下降，产能利用率亦同步下滑，2021年总产量下降至84.78万套，主要系受疫情影响公司获取的订单量减少所致；公司衬衫自产产量持续增长，产能利用率处于很高水平，受委托加工及外购影响，总产量存在一定波动。

表4 公司主要产品产能、产量和产能利用率情况

产品类别	项目	2021 年	2020 年	2019 年
精纺呢绒	产能（万米）	1,600.00	1,600.00	1,600.00
	产量（万米）	1,275.47	1,174.93	1,441.85
	产能利用率	79.72%	73.43%	90.12%
西装	产能（万套）	135	135	135
	自产产量（万套）	74.69	90.12	119.11
	产能利用率	55.33%	66.76%	88.23%
	委托加工及外购量（万套）	10.09	22.88	13.67
	总产量（万套）	84.78	113.00	132.78
衬衫	产能（万件）	45	45	45
	自产产量（万件）	67.02	51.33	48.10
	产能利用率	148.93%	114.07%	106.89%
	委托加工及外购量（万件）	23.39	27.76	55.88
	总产量（万件）	90.41	79.09	103.98

资料来源：公司提供

近年公司精纺呢绒及衬衫销售量存在波动，西装销售量持续下降，但各产品产销率均处于较高水平，同时公司以直销为主

公司采用以直营为主、经销为辅的销售模式。公司直营主要面向境内外知名服装企业，有统一着装需求的政府部门以及金融、交通、能源、通信等行业企业，大型百货公司等客户，为客户提供从面料到成衣的一站式服务。公司精纺呢绒业务的部分客户为中小服装企业，数量众多，单一中小服装企业对面料有“小批量、多品种”的需求特点，因此公司部分精纺呢绒业务采用了经销模式。

公司精纺呢绒业务围绕中高端品牌定位，先后推出“南山”和“Dino Filarte”品牌，已完成经典全毛、极品毛绒丝、高支混纺、精品休闲、功能性产品五大系列的产品布局，为精梳毛机织物单项冠军示范企业。除对外销售外，公司精纺呢绒还部分用于服装板块的自主生产，近三年销售量波动较大，其中

2020年出现一定程度下降，2021年销售量已超过2019年同期水平。在“备纱备货”生产模式的影响下，近三年呢绒精纺产销率存在较大波动，整体处于较高水平。

公司服装业务实施自主品牌和ODM/OEM业务共同发展的策略，运营有职业装品牌“缔尔玛”和高级定制品牌“织尚”。近年公司ODM/OEM业务受疫情及国际市场及贸易环境影响有一定下滑。具体来看，公司西装销售量持续下降，且下降幅度较大；衬衫销售量存在一定波动，整体有所下降；产销率方面，因公司服装业务主要采取以销定产的生产模式，故整体较为稳定，表现较好。

表5 公司主要产品销售情况

产品	项目	2021 年	2020 年	2019 年
精纺呢绒	销售量（万米）	1,216.63	875.66	1,198.60
	自用量（万米）	148.74	182.79	260.84
	产销率	107.05%	90.09%	101.22%
西装	销售量（万套）	83.85	113.50	133.08
	产销率	98.90%	100.44%	100.23%
衬衫	销售量（万件）	87.80	79.21	103.83
	产销率	97.11%	100.15%	99.86%

资料来源：公司提供

公司营业收入存在一定波动，其中2020年受疫情影响出现较大幅度下滑，2021年精纺呢绒较快恢复，服装类收入仍呈下降趋势。从销售区域来看，公司以境内市场为主，且销售占比有所提高，境外销售金额及占比持续下降，主要系公司调整客户结构所致。从销售模式来看，公司直营销售占比较高，且相对稳定。公司精纺呢绒面料业务下游客户主要为成衣生产、销售企业，市场相对集中，单个客户采购额较大，回款周期较短；服装业务下游客户较分散，客户类型主要为银行类客户以及大型企事业单位等，回款周期相对较长。

表6 公司收入构成情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
按销售地域划分						
境内	122,295.31	81.97%	105,705.55	77.85%	125,786.66	71.03%
境外	26,904.29	18.03%	30,073.19	22.15%	51,296.40	28.97%
合计	149,199.60	100.00%	135,778.75	100.00%	177,083.06	100.00%
按销售模式划分						
直营销售	132,414.18	88.75%	122,181.85	89.99%	160,005.93	90.36%
经销销售	16,785.42	11.25%	13,596.90	10.01%	17,077.13	9.64%
合计	149,199.60	100.00%	135,778.75	100.00%	177,083.06	100.00%

资料来源：公司提供

下游方面，公司客户相对分散，客户集中度不高，主要客户以境内外男装品牌运营和生产企业，及

有统一着装要求的企事业单位为主。近年，公司前五大客户有所调整，客户集中度保持稳定，其中公司对AOYAMA TRADING CO LTD销售收入大幅减少，主要系公司出于风险控制考虑减少双方合作所致。

表7 公司前五大客户情况（单位：万元）

时间	公司名称	销售收入	销售占比
2021 年	中国建设银行股份有限公司	7,761.65	5.20%
	际华集团股份有限公司	7,075.19	4.74%
	报喜鸟控股股份有限公司	6,131.97	4.11%
	中国银行股份有限公司	5,350.30	3.59%
	PEERLESS CLOTHING INC（美国）	4,861.81	3.26%
	合计	31,180.92	20.90%
2020 年	中国建设银行股份有限公司	9,391.87	6.92%
	AOYAMA TRADING CO LTD（日本）	6,878.18	5.07%
	报喜鸟控股股份有限公司	4,514.84	3.33%
	THEORY LLC（美国）	4,115.56	3.03%
	大杨集团有限责任公司	3,714.32	2.74%
	合计	28,614.77	21.09%
2019 年	AOYAMA TRADING CO LTD（日本）	10,150.98	5.73%
	中国建设银行股份有限公司	7,838.06	4.43%
	大杨集团有限责任公司	5,734.32	3.24%
	PEERLESS CLOTHING INC（美国）	5,590.12	3.16%
	报喜鸟控股股份有限公司	5,419.63	3.06%
	合计	34,733.11	19.62%

资料来源：公司提供

公司所需羊毛直接自澳洲拍卖市场竞争，主要供应商较为稳定，但也易受海运、疫情管控、贸易政策等因素影响，增加了公司采购管理难度

公司精纺呢绒业务主要原材料为羊毛、涤纶、染料、助剂等。公司所需羊毛几乎全部自澳大利亚进口，澳大利亚羊毛主要以公开竞拍方式交易，由澳大利亚羊毛交易所负责羊毛交易活动。公司综合考虑订单情况、羊毛库存以及羊毛市场价格波动情况制定采购计划，通过子公司直接参与澳洲拍卖市场竞争。近三年，受精纺呢绒业务生产量变动影响，公司羊毛采购数量亦随之存在较大波动，采购均价受拍卖市场行情影响而有所波动，其中2020年下降幅度较大，2021年有所回升。公司在采购羊毛后自主生产毛条外，还有少量的毛条直接采购，但金额相对较小。需要关注的是，公司所需羊毛主要依赖进口，易受海运、疫情管控、贸易政策等因素影响，采购管理难度较大。公司服装业务主要原材料为面料以及里布、衬布等辅料，其中西服面料主要由精纺呢绒业务提供。2020年公司面料采购数量随着服装生产量下降而有所下降，采购均价亦有所下滑，2021年公司服装板块个性化需求增加，自身面料使用数量减少，采购数量增加，采购均价亦有所上涨。



表8 公司主要原材料采购情况（单位：万公斤、万米、万元、元/公斤、元/米）

项目	2021 年			2020 年			2019 年		
	采购数量	采购金额	均价	采购数量	采购金额	均价	采购数量	采购金额	均价
羊毛	331.86	29,263.18	88.18	225.38	16,010.43	71.04	417.58	40,657.87	97.37
毛条	50.97	5,315.41	104.29	91.77	7,926.29	86.38	29.19	3,170.07	108.61
面料	151.94	8,521.68	56.09	123.21	6,076.96	49.32	156.81	8,329.88	53.12

资料来源：公司提供

公司建立了供应商合格准入、考核与分类管理制度，除客户指定供应商、样衣采购等不宜采用询比价或招标方式确定供应商的情形外，均采用询比价或招标方式择优选择供应商。近年，公司主要供应商整体较为稳定，前五大供应商采购占比有所波动，整体处于较高水平。

表9 公司前五大供应商情况（单位：万元）

时间	公司名称	采购金额	采购占比
2021 年	Nutien Wool	10,112.71	13.09%
	南山集团有限公司及其关联公司	6,754.50	8.75%
	Elders	6,102.30	7.90%
	河北宇腾羊绒制品有限公司	5,059.31	6.55%
	Australian Wool Network	4,372.08	5.66%
	合计	32,400.90	41.95%
2020 年	南山集团有限公司及其关联公司	6,617.43	11.42%
	Nutrien Wool	4,417.65	7.63%
	Elders	3,700.15	6.39%
	Australian Wool Network	2,237.32	3.86%
	中国国投国际贸易南京有限公司	2,197.89	3.79%
	合计	19,170.44	33.10%
2019 年	Elders	9,890.91	12.08%
	Nutrien Wool	7,572.21	9.25%
	南山集团有限公司及其关联公司	6,851.10	8.37%
	Australian Wool Network	4,979.08	6.08%
	Ruralco Wool	3,686.96	4.50%
	合计	32,980.25	40.29%

资料来源：公司提供

公司在建及拟建项目较多，在研发领域投入有所加强，公司经营规模有望进一步提升，但也需关注新增产能建设及消化进展情况

截至2022年6月末，公司主要在建项目有三个，其中精纺毛料生产线智能升级项目和服装智能升级改造项目为公司IPO募投项目，建成后将提升相关生产线的智能化程度，并将一定程度上提高产品产能，以上两项目已投资1.91亿元，因所需采购机器设备多为进口，受限于疫情管控影响，进展慢于预期。年产600吨超高分子量聚乙烯新型材料建设项目为公司新开拓业务领域，建成投产后将丰富公司的产品体

系，截至2022年6月末，项目已近完工。此外，本期债券募投项目为年产3,000吨超高分子量聚乙烯纤维项目，计划总投资金额7.00亿元。整体来看，若本期债券发行成功，公司投资支出压力可控。但需关注项目建设进展及新增产能建成后的消化情况。

表10 2022年6月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

在建项目		
项目名称	总投资	已投资
精纺毛料生产线智能升级项目	34,556.65	16,693.99
年产 600 吨超高分子量聚乙烯新型材料建设项目	12,800.00	14,110.08
服装智能升级改造项目	4,500.00	2,434.30
合计	51,856.65	33,238.37
拟建项目		
项目名称	总投资	
年产 3,000 吨超高分子量聚乙烯纤维项目	69,958	

资料来源：公司提供

技术研发方面，公司建立了学术研究、产品开发、生产技术管控三级研发管理体系，主要在工艺、设计以及功能性方面进行创新研发。近三年，公司研发投入及研发人员数量均存在一定波动，其中2020年有所下滑，2021年公司加强了研发力度和人才引进，研发支出和研发人员数量均有一定增长。

表11 公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
研发投入	5,385.91	3,995.97	5,421.97
研发投入占营业收入比例	3.61%	2.94%	3.06%
研发人员数量	348	267	290
研发人员占比	6.93%	5.01%	4.76%

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2020年6月连审审计报告、2020-2021年审计报告以及未经审计的2022年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年2月烟台南山博文服饰有限公司完成工商注销登记手续。2019年10月公司董事会同意注销北京南山电子商务有限公司，并于2020年10月完成工商注销登记手续。2021年12月，公司投资设立上海南山智尚科技有限公司，截至2022年6月末尚未实际出资。

资产结构与质量



公司资产规模持续增长，现金类资产占比较高，存货规模亦相对较大，需关注其跌价风险

近年公司资产规模持续增长，以流动资产为主，2021年末占比为76.08%。具体来看，公司货币资金规模大幅增长，主要系2020年首次公开发行所致，2021年末为9.84亿元，占总资产比重较高，其中0.81亿元使用受限，为开具银行承兑汇票、保函、信用证的保证金。2021年末公司新增较大额度交易性金融资产，主要为使用闲置募集资金购买的结构性存款。公司应收账款规模持续下降，账龄主要在1年以内。公司存货规模相对较大，主要由原材料、在产品和库存商品组成，其中精纺呢绒业务库存量相对较高，主要系公司进行一定规模的“备纱备货”所致，考虑到近年羊毛价格波动较大，存在一定的跌价风险；公司服装业务库存量相对较小。非流动资产方面，公司固定资产主要为厂房、办公楼和机器设备，2021年末账面价值有所降低，主要系因执行新租赁准则调整减少0.33亿元，叠加处置或报废及折旧计提所致；公司固定资产均按年限平均法进行折旧，2021年末公司机器设备折旧计提程度已较高，近年无减值计提情况。公司在建工程有所增长，2021年末为0.82亿元，主要为年产600吨超高分子量聚乙烯新型材料建设项目新增投资。公司无形资产主要为土地使用权，近年保持稳定。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.22	35.86%	9.84	36.39%	10.08	41.48%	4.25	20.93%
交易性金融资产	1.01	3.53%	2.48	9.17%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收账款	2.23	7.81%	1.67	6.18%	1.98	8.15%	2.30	11.34%
存货	6.52	22.86%	5.68	20.99%	5.31	21.87%	6.47	31.86%
流动资产合计	20.76	72.85%	20.57	76.08%	18.34	75.49%	14.22	70.05%
固定资产	3.50	12.29%	3.53	13.05%	4.06	16.70%	4.02	19.82%
在建工程	1.69	5.93%	0.82	3.05%	0.01	0.03%	0.16	0.81%
无形资产	2.04	7.15%	1.56	5.78%	1.51	6.23%	1.56	7.68%
非流动资产合计	7.74	27.15%	6.47	23.92%	5.96	24.51%	6.08	29.95%
资产总计	28.50	100.00%	27.04	100.00%	24.30	100.00%	20.30	100.00%

资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

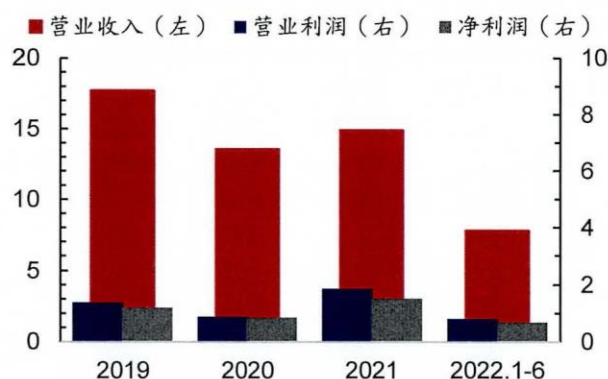
盈利能力

近年公司营业收入存在较大波动，但盈利水平稳中有升，超高分子量聚乙烯新型材料将为公司带来新的收入增长点，但公司原材料进口依赖度较高，国内外疫情传播风险仍较大，均将对公司经营带来一定不确定性

近年服装家纺行业受疫情影响较大，公司营业收入呈现较大波动。2020年受疫情影响，公司获取订单量减少，营业收入降幅较大，但原材料成本及人工费用也有所降低，公司毛利率保持稳定，且受益于管理费用下降，公司期间费用率有所降低，公司EBITDA利润率提升至17.73%，综合影响下，公司净利

润下降至0.86亿元，叠加资产规模增长影响，公司总资产回报率有所下降。2021年，公司受疫情影响减弱，营业收入有所恢复，2022年1-6月进一步回升。同时，2021年公司精纺呢绒业务毛利率大幅提高，主要系羊毛价格自2020年三季度跌至近年最低值并在随后逐步恢复，在“备纱备货”的生产模式下，公司精纺呢绒业务2021年的单位成本有所下降，销售毛利率和EBITDA利润率随之上升，净利润大幅增长至1.52亿元，总资产回报率亦有所提高。整体来看，公司经营状况在疫情之后有所改善，超高分子量聚乙烯新型材料项目建成投产后将为公司带来新的收入增长点。但中证鹏元也关注到，公司精纺呢绒业务原材料主要依赖进口，易受海运、疫情管控、贸易政策等因素影响，且公司主要原材料进口及产品出口主要以美元、澳元等外币结算，汇率波动易对公司业绩造成影响，同时国内外疫情传播风险仍较大，均将对公司经营带来一定不确定性。

图6 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）

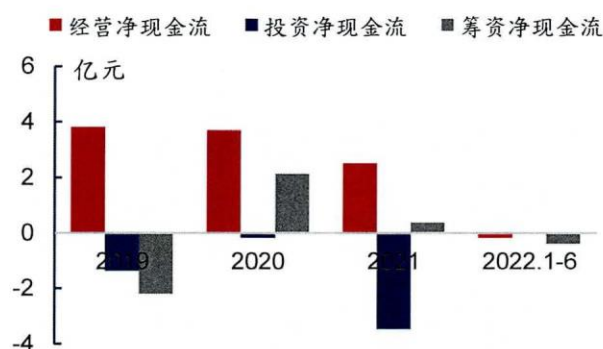


资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

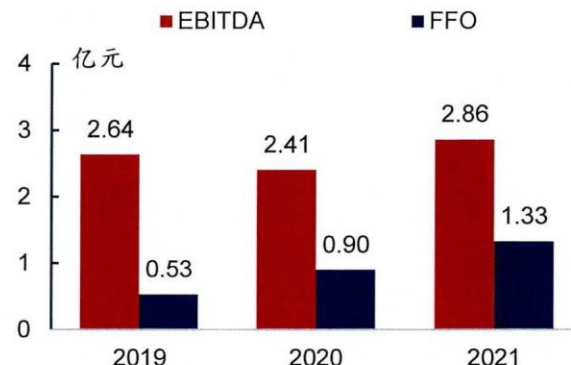
现金流

公司经营活动现金流持续净流入，经营获现能力较好，在建及拟建项目尚需投资规模较大，对外部融资存在较大依赖

近年公司EBITDA小幅波动，其中2020年略有下降。公司经营活动现金流持续净流入，其中2019-2020年较为稳定，2021年有所下降，主要系存货规模有所增加以及新增预收款项减少所致。公司投资活动现金流持续净流出，但流出金额波动较大，其中2021年投资活动现金净流出规模大幅增长，主要系利用闲置资金购买理财产品所致。公司筹资活动现金亦波动较大，其中2019年公司偿债支出较大，表现为筹资活动现金净流出，2020年公司成功IPO，筹资活动现金转为净流入，2021年公司筹资活动现金流入净额较小。截至2022年6月末，公司主要在建项目尚需投资资金已募集到位，本期债券发行成功后，本期债券募投项目投资资金将得到保障，整体来看，公司投资支出压力可控。

图 8 公司现金流结构


资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

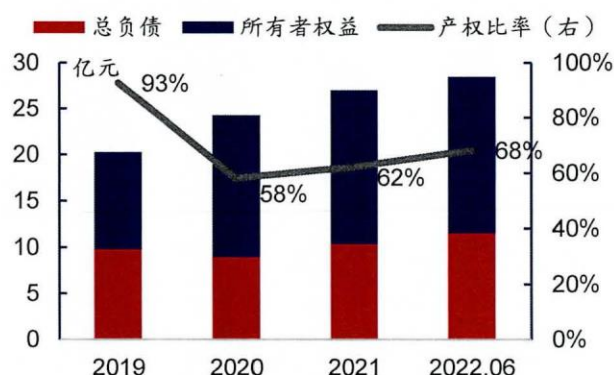
图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

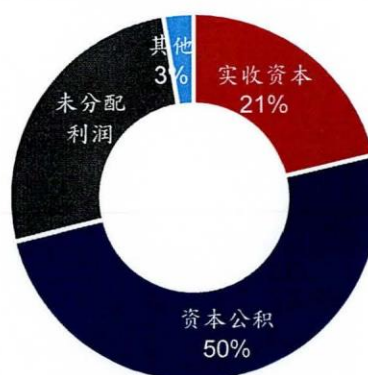
资本结构与偿债能力

近年公司债务规模小幅波动，权益规模随着 IPO 大幅增长，偿债压力得到有效缓解，但本期债券的发行将大幅增加公司的债务规模

近年，公司负债规模小幅波动。2020 年公司完成 IPO，所有者权益规模大幅增长，资本公积占比大幅提升；2021 年末随着公司利润的累积，所有者权益规模小幅增长。综合作用下，2020 年末公司产权比率大幅下降，2021 年末小幅上升，公司权益对负债的保障程度整体较好。

图 10 公司资本结构


资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 11 2022 年 6 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

近年，公司流动负债占比很高。具体来看，公司短期借款有所减少，2021 年末为 3.90 亿元，占公司总负债的比重较高，均为保证借款，担保方为南山集团。公司应付票据规模相对较小，主要为银行承兑汇票。公司应付账款小幅波动，金额相对较大，占总负债比重较高，2021 年末为 2.09 亿元，主要为商品

及服务采购款和长期资产购置款。公司合同负债规模持续增长，均为预收的产品销售货款。公司应付职工薪酬规模较大，主要为已计提尚未发放的工资以及尚未使用的工会经费和职工教育经费。2021年末公司一年内到期的非流动负债有所增长，主要系部分一年内到期的长期借款重分类至该科目所致。

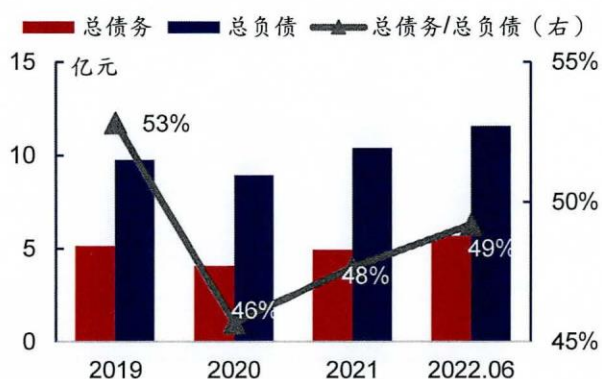
表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.91	33.83%	3.90	37.62%	2.90	32.46%	5.05	51.66%
应付票据	1.25	10.83%	0.49	4.70%	0.90	10.08%	0.11	1.16%
应付账款	2.95	25.49%	2.09	20.10%	1.70	19.06%	2.11	21.58%
合同负债	0.79	6.82%	1.16	11.16%	0.88	9.85%	0.00	0.00%
应付职工薪酬	1.65	14.26%	1.57	15.16%	1.43	16.04%	1.36	13.98%
一年内到期的非流动负债	0.28	2.43%	0.29	2.77%	0.03	0.34%	0.00	0.00%
流动负债合计	11.32	97.80%	10.10	97.32%	8.38	93.70%	9.76	100.00%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.25	2.80%	0.00	0.00%
负债合计	11.57	100.00%	10.38	100.00%	8.94	100.00%	9.76	100.00%

资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司债务规模小幅波动，整体有所增长，总债务占总负债的比重于50%上下波动。此外，公司短期债务占有绝对比重，期限结构有待优化。

图 12 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

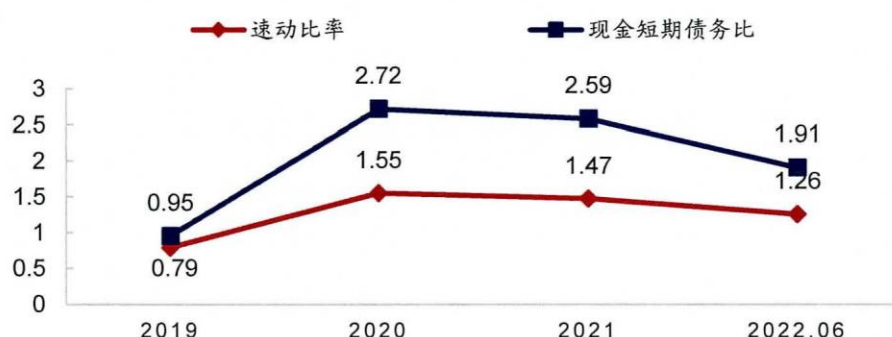
偿债能力指标方面，2020年公司成功IPO，所有者权益规模大幅增长，资产负债率和总债务/总资本随之降低，2021年末上述两项指标随着负债规模增长又小幅提升。受现金类资产规模增长影响，2020年及2021年末，公司净债务均为负数；且公司EBITDA利息保障倍数持续提升，表现较好。但随着本期债券的发行，债务规模将大幅上升。

表14 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年6月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	40.59%	38.39%	36.81%	48.10%
净债务/EBITDA	-	-2.37	-2.50	0.26
EBITDA 利息保障倍数	-	20.26	13.39	9.50
总债务/总资本	25.16%	22.90%	21.02%	32.87%
FFO/净债务	-	-19.61%	-14.97%	77.49%

资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

流动性比率方面，公司速动比率和现金短期债务比均在2020年末大幅提升，后又逐期下降。2022年6月末，公司速动比率为1.26，现金短期债务比为1.91，均表现较好。截至2022年6月末，公司取得的银行授信合计10.03亿元，尚未使用额度5.30亿元，且公司控股股东南山集团实力强，可为公司债务融资提供有力支持。此外，公司于2020年年底IPO上市，拓宽了股权融资渠道。

图 14 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年8月18日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户²。

九、抗风险能力分析

² 截至 2022 年 8 月 29 日，尚未取得公司控股股东南山集团银行征信报告。

受宏观经济增速放缓、国内疫情反复的影响，国内服装零售增速短期压力仍较大，但在世界经济回暖、出口订单回流等因素影响下，我国纺织服装行业出口实现较快增长。公司主营业务为精纺呢绒和纺织服饰业务，主要产品产能稳定，精纺呢绒和衬衫产能利用率较高，同时各产品产销率均处于较高水平，超高分子量聚乙烯新材料项目建成投产后将为公司带来新的收入增长点。但中证鹏元也关注到，公司主营业务受疫情传播及防控影响较大，精纺呢绒业务原材料主要依赖进口，易受海运、疫情管控、贸易政策等因素影响，同时短期债务占比高。整体看来，公司抗风险能力尚可。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券募投项目的运营收益是本期债券偿债资金的来源之一。根据可研报告测算，该募投项目建设期两年，项目第四年满产，满负荷年份每年可实现销售收入41,810.00万元，税后净利润10,530.10万元。中证鹏元注意到，该募投项目投资规模较大，建设周期较长，且当前疫情风险仍在，项目能否如期建成存在一定不确定性。此外，项目建成后能否完全达产，以及未来产品和原材料价格的变动均将带来预期收益的不确定性。

公司经营现金流是本期债券偿债资金的重要来源。公司主营业务为精纺呢绒和纺织服饰业务，受疫情影响较大，2021年公司开始逐步开拓超高分子量聚乙烯新材料领域业务，同时经营状况有所改善，且利润水平有所提升。此外，公司回款较好，经营活动现金持续净流入。但中证鹏元也关注到，公司精纺呢绒业务原材料主要依赖进口，易受海运、疫情管控、贸易政策等因素影响，同时国内外疫情传播风险仍较大，均将对公司经营带来一定不确定性。

此外，本期债券为可转换公司债券，在转股期转股后无需还本付息，可视为偿债保障方式之一，但中证鹏元也关注到股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

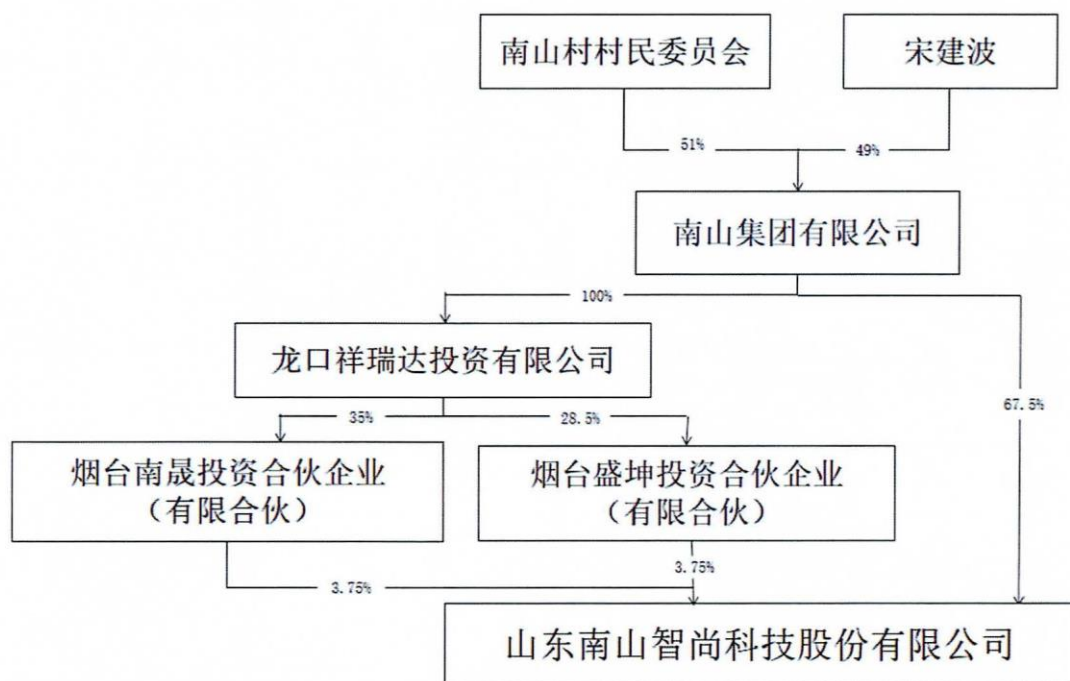
财务数据（单位：亿元）	2022 年 6 月	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	10.22	9.84	10.08	4.25
交易性金融资产	1.01	2.48	0.00	0.00
应收账款	2.23	1.67	1.98	2.30
存货	6.52	5.68	5.31	6.47
流动资产合计	20.76	20.57	18.34	14.22
固定资产	3.50	3.53	4.06	4.02
在建工程	1.69	0.82	0.01	0.16
无形资产	2.04	1.56	1.51	1.56
非流动资产合计	7.74	6.47	5.96	6.08
资产总计	28.50	27.04	24.30	20.30
短期借款	3.91	3.90	2.90	5.05
应付票据	1.25	0.49	0.90	0.11
应付账款	2.95	2.09	1.70	2.11
合同负债	0.79	1.16	0.88	0.00
应付职工薪酬	1.65	1.57	1.43	1.36
一年内到期的非流动负债	0.28	0.29	0.03	0.00
流动负债合计	11.32	10.10	8.38	9.76
长期借款	0.00	0.00	0.25	0.00
非流动负债合计	0.25	0.28	0.56	0.00
负债合计	11.57	10.38	8.94	9.76
总债务	5.69	4.95	4.09	5.16
归属于母公司的所有者权益	16.87	16.60	15.30	10.46
营业收入	7.80	14.92	13.58	17.71
营业利润	0.82	1.87	0.90	1.39
净利润	0.70	1.52	0.86	1.21
经营活动产生的现金流量净额	-0.17	2.52	3.70	3.82
投资活动产生的现金流量净额	-0.02	-3.46	-0.16	-1.36
筹资活动产生的现金流量净额	-0.39	0.38	2.14	-2.20
财务指标	2022 年 6 月	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	31.38%	34.17%	30.78%	30.21%
EBITDA 利润率	-	19.18%	17.73%	14.89%
总资产回报率	-	7.81%	4.97%	8.19%
资产负债率	40.59%	38.39%	36.81%	48.10%
净债务/EBITDA	-	-2.37	-2.50	0.26
EBITDA 利息保障倍数	-	20.26	13.39	9.50
总债务/总资本	25.16%	22.90%	21.02%	32.87%



FFO/净债务	-	-19.61%	-14.97%	77.49%
速动比率	1.26	1.47	1.55	0.79
现金短期债务比	1.91	2.59	2.72	0.95

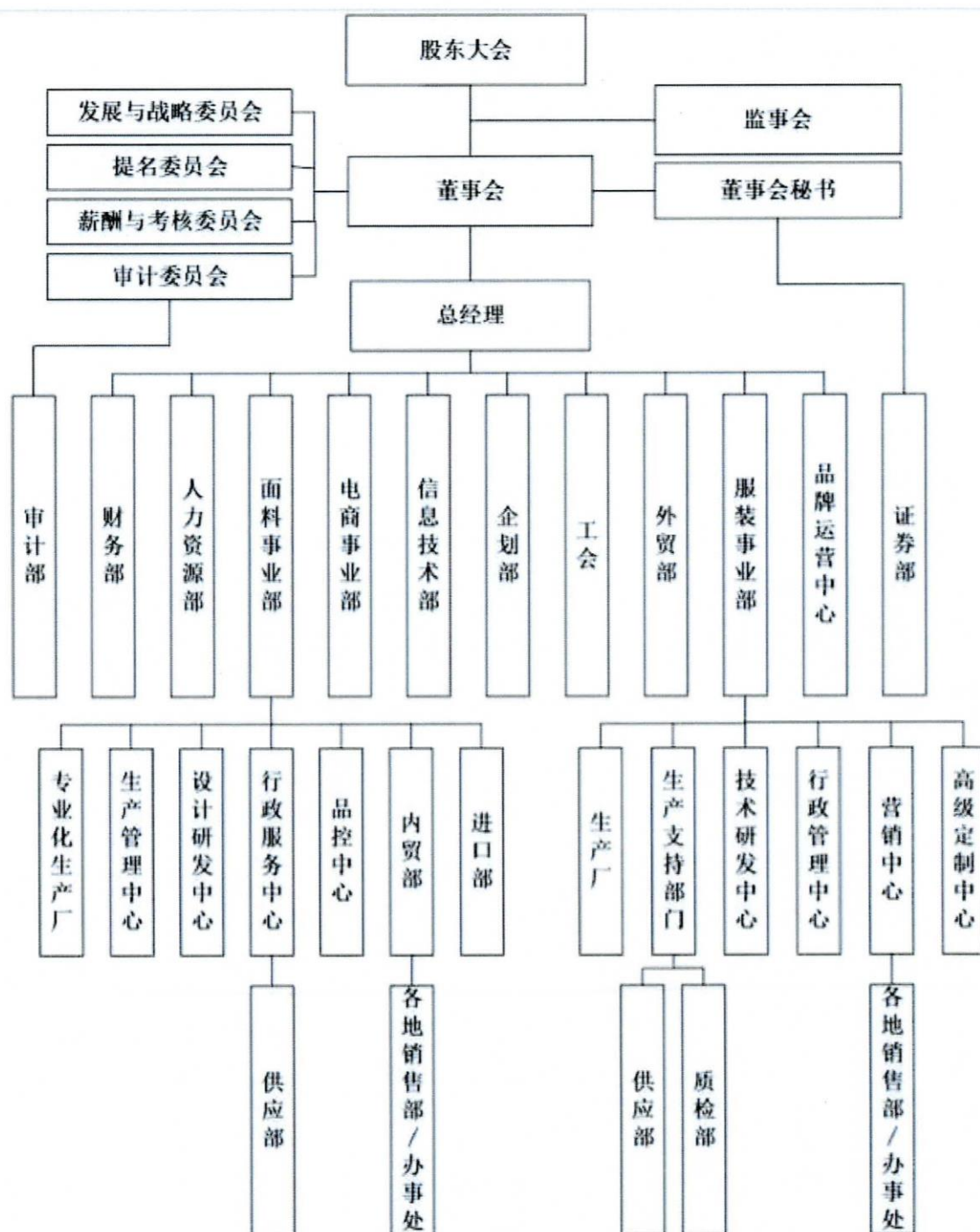
资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年 6 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
山东缔尔玛服饰有限公司	50,000	100.00%	服装、服饰、针纺织品的设计、生产、加工、批发零售
山东贝塔尼服装有限公司	1,000	100.00%	设计、销售、委托加工服装、服饰；服装清洗
菲拉特（北京）贸易有限公司	500	100.00%	批发服装、日用品；服装设计；货物进出口等
北京贝塔尼时装有限公司	5,000	100.00%	服装设计；货物进出口等
Natsun Australia Pty Ltd	-	100.00%	Textile sales, research and development, import and export trade
龙口慧博国际商务服务有限公司	10,000	100.00%	企业管理服务；国际会务服务
上海南山智尚科技有限公司	10,000	100.00%	新材料技术推广服务；新材料技术研发
南山自重堂防护科技有限公司	5,000	60.00%	服装、服饰、安全帽、安全鞋、防护眼镜系列的生产、销售、研究开发、技术推广及相关维修服务

资料来源：公司 2022 年半年度财务报告及其他公开资料，中证鹏元整理



附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类型	其他股份有限公司（非上市）
住所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成立日期	1993年03月17日



重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。



登记机关

2018年11月03日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日



SAC

中国证券业协会
Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	郑丽芬	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030221050005	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2021-05-31			



登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030221050005	2021-05-31	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	

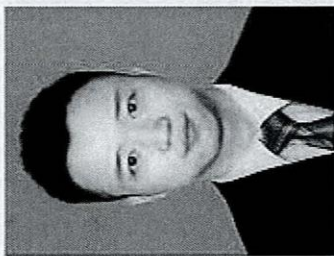
SAC

中国证券业协会
Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	宋晨阳	性别	男	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030220050002	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2020-05-06			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
S1070116090082	2016-09-17	长城证券股份有限公司	一般证券业务	离职注销	2019-04-30
R0030220050002	2020-05-06	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	