



2022年芜湖富春染织股份有限公司公开发行 行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

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
人员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员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：

2022年芜湖富春染织股份有限公司公开发行 可转换公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
富春转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到芜湖富春染织股份有限公司（以下简称“富春染织”或“公司”，股票代码：605189.SH）是国内领先的色纱生产企业之一，在色纱细分领域具有一定的经营优势，且公司产能持续提升，在建项目的推进将支撑公司营收增长，控股股东提供的股份质押担保仍能为本期债券偿付提供一定保障；同时中证鹏元也关注到，公司面临较大的原材料价格波动风险，资本开支保持较大规模，预计仍需通过融资补缺，且需关注公司新增产能的消化风险。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2022	2021	2020
总资产	31.00	21.13	12.81
归母所有者权益	17.24	14.97	7.81
总债务	10.58	2.99	1.75
营业收入	22.08	21.75	15.15
净利润	1.63	2.33	1.13
经营活动现金流净额	1.63	0.65	3.08
销售毛利率	11.79%	18.54%	15.25%
EBITDA 利润率	8.40%	14.72%	12.21%
总资产回报率	7.24%	15.96%	11.25%
资产负债率	44.38%	29.12%	39.01%
净债务/EBITDA	-0.14	-1.32	-0.32
EBITDA 利息保障倍	15.82	137.62	69.08
总债务/总资本	38.03%	16.65%	18.34%
FFO/净债务	-447.69%	-62.00%	-226.11%
速动比率	1.86	1.91	0.89
现金短期债务比	2.40	2.87	1.77

注：净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系净债务指标为负数所致。

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

评级日期

2023 年 04 月 18 日

联系方式

项目负责人：胡长森
huchs@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司是国内领先的色纱生产企业之一，在色纱细分领域具有一定的经营优势。**作为国内领先的色纱生产企业，公司采用富春标准色卡进行“仓储式生产”，在缩短采购周期的同时，有效推动了公司低成本、标准化生产，此外，公司可以从长江取水，用水成本较低，2022年公司吨纱用水量 and 综合能耗均值低于行业标准 1/3，且与行业内可比上市公司相比，公司销售毛利率表现较好。
- **公司产能继续提升，在建项目的推进将支撑公司营收增长。**2022年公司产能提升至 6.80 万吨，期末公司 4 个项目在建，并预计在 2023 年陆续投产，届时公司产能将大幅释放，有助于缓解产能利用率常年趋于饱和的现状，为公司收入增长提供支撑，同时有助于优化生产工序，丰富公司产品类型。此外，2023 年 3 月公司发布公告称，拟在荆州建设年产 11 万吨高品质筒子纱染色建设项目。
- **控股股东提供的股份质押担保仍能为本期债券偿付提供一定保障。**公司控股股东何培富先生将其持有的 4,170.74 万股公司股票用于为本期债券提供担保，为本期债券的偿付提供了一定保障。

关注

- **公司面临较大的原材料价格波动风险。**公司上游主要原材料包括胚纱、染料和助剂，其中胚纱是最主要的采购品种，直接材料占公司营业成本的比重在 80% 以上，2022 年棉价高位下调，消化前期储备的高价原材料导致公司利润受挤压，公司营业收入增长主要来自销售数量驱动，营业利润和净利润同比下降较多。
- **资本开支保持较大规模，预计仍需通过融资补缺，且需关注公司新增产能的消化风险。**公司资本支出持续保持较大规模，2022 年末主要在建项目尚需投资规模较大，预计后续仍需通过融资补缺；棉纱印染行业的下游需求主要取决于纺织服装行业的景气度，下游服装纺织、袜业市场需求恢复缓慢，行业内企业经营承压，仍需持续关注新建项目投产后的产能消化风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为国内领先的色纱生产企业之一，拥有自主品牌“天外天”和覆盖六百余种颜色的富春标准色卡，在色纱细分领域具有一定的经营优势，且新增产能将在 2023 年释放，有望丰富公司产品类型和提升公司营收水平。

同业比较（单位：亿元）

指标	华孚时尚	航民股份	联发股份	华纺股份	迎丰股份	公司
总资产	180.72	80.90	59.85	41.76	22.39	29.26
营业收入	133.02	75.32	33.02	28.60	10.15	16.17
净利润	3.03	5.01	0.51	0.03	-0.10	1.40
销售毛利率	7.29%	11.85%	14.43%	8.66%	10.62%	13.32%
资产负债率	58.34%	23.18%	34.69%	67.42%	48.51%	42.65%
研发投入占比	0.81%	2.00%	1.66%	4.25%	4.52%	3.31%

注：以上各指标均为 2022 年 9 月末/2022 年 1-9 月数据。

资料来源：ifind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
纺织服装企业信用评级方法和模型	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	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	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					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2022-7-28	胡长森、郑丽芬	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2021-12-22	胡长森、郑丽芬	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
富春转债	5.70	5.70	2022-7-28	2028-06-22

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年6月发行6年期5.70亿元可转换公司债券，募集资金原计划扣除发行费用后，全部用于智能化精密纺纱项目（一期）项目。截至2022年12月31日，富春转债募集资金专项账户余额为33,780.06万元。

三、发行主体概况

2022年以来，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更，2022年末公司实际控制人仍为何培富、何璧颖、何璧宇（何璧颖和何璧宇均为何培富之女）和俞世奇（与何璧颖系夫妻关系），合计控制公司61.64%股权，其中何培富先生为公司控股股东，直接持有公司45.13%股权，俞世奇通过芜湖富春创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“富春投资”）间接控制公司5.23%股权，此外，何培富作为有限合伙人持有芜湖勤慧创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“勤慧投资”）5.03%股权，股权结构图参见附录二，勤慧投资和富春投资均为公司的员工持股平台，公司实际控制人持股比例较高，股权结构相对稳定。截至2023年2月2日，上述4个实际控制人中仅何培富质押公司股份数量4,170.74万股，占公司总股本的33.42%。截至2023年3月末，本期债券累计转股股份数为873股，同期末本期债券尚未转股的金额为5.70亿元。

公司是国内领先的色纱生产企业之一，主营业务为色纱的研发、生产和销售，产品以色纱为主，2022年公司新增1家合并子公司安徽富春色纺有限公司，截至2022年末，纳入公司合并范围的子公司有5家。

表1 2022年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
安徽中纺电子商务有限公司	100.00%	销售棉纱、色纺纱等
诸暨富春染织科技有限公司	100.00%	供应链管理服务等
安徽富春纺织有限公司	100.00%	纺纱加工；面料纺织加工等
湖北富春染织有限公司	100.00%	纺纱加工；面料纺织加工等
安徽富春色纺有限公司	100.00%	纺纱加工；面料纺织加工等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，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，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

详见《[经济内生动能修复，博弈强预期与弱现实—2022 年宏观经济回顾与 2023 年展望](#)》。

行业及区域经济环境

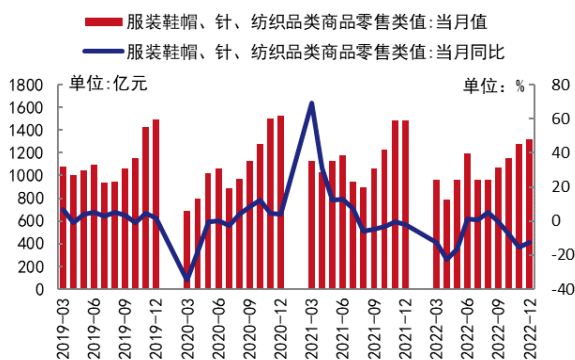
消费需求恢复缓慢，服装零售内销承压，袜业出口金额波动下降，2022 年棉价高位回落，但消化高价库存压缩行业内企业的利润空间，叠加能源价格上涨，印染行业呈现“增收不增利”的局面，预计棉花供需格局短期内或难改善，棉价上行动力不足，行业内企业经营承压；印染行业中小企业居多，市场竞争较为激烈，环保政策趋严，中小企业加速出清退出，行业集中度持续提升

1、行业概况

公司所处行业为棉印染精加工，印染加工是纺织品生产的重要工序，目前行业内以纤维染色、纱线染色、织物染色三种印染方式最为常用，其中纱线染色印染成本最低，污染也相对较小。纱线染色主要有筒子染色、绞纱染色、经轴染色三种染色方式，其中公司主要使用的染色方式为筒子染色，该染色方式工序相对简单，污水处理成本相对降低，且可以直接应用于成品织造。在棉纱印染行业中，棉纱是主要原材料，棉纱是棉纤维经纺纱工艺加工而成的纱，经过染色、织造等工序后成为布匹或服装，而棉纱的价格主要受上游棉花产量和价格的影响，棉纱印染行业的下游需求则主要取决于纺织服装行业的景气度，从细分行业来看，公司所生产的筒子色纱主要用于袜类、T恤等产品。

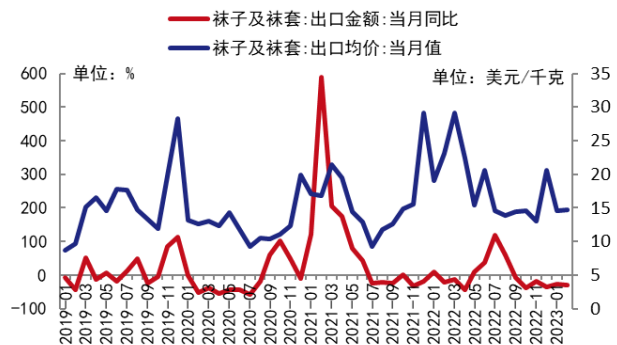
消费需求恢复缓慢，服装零售内销承压，袜业出口金额波动下降。2022年我国服装鞋帽、针、纺织品零售总额同比下降6.50%，低于社会零售商品总额增速（-0.2%），2023年春节期间为消费旺季，服装零售有所修复，2023年1-2月服装鞋帽、针、纺织品零售增速同比增长5.40%，增速较2022年同期提升0.6个百分点。我国是世界上最大的袜子出口国，但由于俄乌冲突、欧美货币政策收紧、中美关系等不利因素的叠加影响，全球消费需求减弱，2022年我国袜子及袜套出口均价高位回落，出口金额波动下降，2022年全年同比下降8.52%，2023年1-3月同比继续下降27.67%。

图 1 服装零售内销承压



资料来源：ifind，中证鹏元整理

图 2 袜业出口增速波动下降

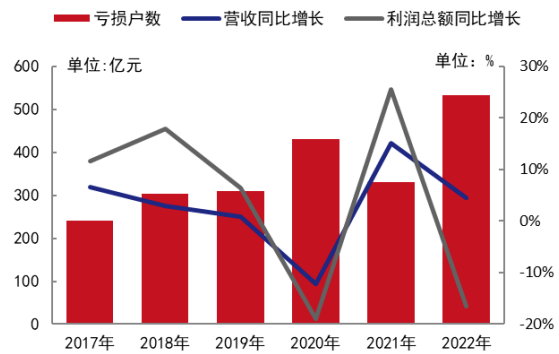


资料来源：ifind，中证鹏元整理

棉价高位回落，但消化高价库存压缩行业内企业的利润空间，行业呈现“增收不增利”的局面。2022年上半年棉花价格高位回落，下游需求未见明显好转，对于原材料储备或者产成品库存较多的企业，消化高价库存压制企业毛利；2022年棉花下半年低位企稳，据美国农业部3月供需报告，预计22/23年度全球棉花产量同比增长0.7%，棉花消费量同比下降5.3%，棉花供需格局短期内或难改善，棉价上行动力不足。整体来看，2022年我国能源价格上涨11.2%，原材料价格上涨10.3%，生产资料价格大幅上涨叠加消费需求恢复缓慢，行业利润空间受到明显挤压，企业经营压力加大，2022年我国规模以上印染企业实现营业收入3,125.26亿元，同比增长4.42%；利润总额132.70亿元，同比下降16.49%；1,716家规模以上印染企业亏损户数为532户，同比增长12.08%。

图3 棉花价格高位回落


资料来源：ifind，中证鹏元整理

图4 规模以上印染企业亏损扩大

 注：2017-2020年为主营业务收入，2021-2022年为营业收入
 资料来源：中国印染行业协会，中证鹏元整理

2、行业竞争格局

环保政策趋严，行业集中度持续提升。印染行业中小企业居多，行业集中度较低，市场竞争较为激烈，随着近年国家产业政策的调控及环保监管力度的加大，印染行业产业结构调整正在加速，部分污染严重、技术落后、盈利能力较差的中小印染企业因经营压力逐渐增大而被迫关闭或者被收购，订单将逐渐向具备环保、技术等竞争优势的大中型企业集中。近年规模以上印染企业亏损户数和亏损额整体呈现上升趋势，2022年规模以上印染企业亏损户数占比为31%，2018年该比例为18%，合计亏损额为35.08亿元，为近五年最高；2021年华孚时尚、航民股份、联发股份、华纺股份、富春染织和迎丰股份等6家印染上市公司营业收入合计为371.55亿元，占规模以上印染企业营业收入的13%，2017年该比例为11%。上述6家印染上市公司中，除华孚时尚和航民股份外，其他公司2021年营业收入均小于50亿元，与整个纺织服装行业相比，主要印染上市公司的总资产、营业收入较小，且毛利率水平偏低，但与行业内可比上市公司相比，公司毛利率表现较好，主要系公司在成本管控方面具有一定优势，近年公司研发投入占比均维持在3%以上，且公司单位能耗成本具有明显优势，公司获批可以从长江取水，目前生产用水以长江水为主，城市市政供水为辅，用水成本低于同行业。

表2 公司与行业内可比上市公司的财务指标对比情况（单位：亿元）

可比公司名称	总资产	资产负债率	营业收入	销售毛利率	净利润	研发投入占比
华孚时尚	180.72	58.34%	133.02	7.29%	3.03	0.81%
航民股份	80.90	23.18%	75.32	11.85%	5.01	2.00%
联发股份	59.85	34.69%	33.02	14.43%	0.51	1.66%
华纺股份	41.76	67.42%	28.60	8.66%	0.03	4.25%
富春染织	29.26	42.65%	16.17	13.32%	1.40	3.31%
迎丰股份	22.39	48.51%	10.15	10.62%	-0.10	4.52%

注：以上各指标均为2022年9月末/2022年1-9月数据。

资料来源：ifind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

作为国内领先的色纱生产企业，公司采用富春标准色卡进行“仓储式生产”，在缩短采购周期的同时，有效推动了公司低成本、标准化生产；公司从事色纱业务时间较早，在行业内积累了一定的优质客户，且主要供应商和客户较为稳定，但色纱行业集中度较低，其经营易受棉花等原材料价格波动影响；公司新增产能将在2023年逐步释放，将支撑公司营收增长，但也面临较大的项目建设资金压力，且需关注新增产能的消化风险

公司主营业务为色纱的研发、生产和销售，2022年营业收入仍主要由色纱销售、贸易纱和受托加工费构成，其中色纱销售收入占比89.33%。色纱即将胚纱经过染整加工后，络成适合袜机、圆纬机、横机、梭织机等纺织机械使用的筒形纱线，广泛应用于袜业、圆机、梭机、家纺等领域；贸易纱是公司将采购的胚纱、色纺纱直接对外销售；受托加工收入是公司接受客户委托，对客户提供的胚纱进行染整加工并收取加工费。从产品销售区域上看，以内销为主，2022年主营业务收入中内销收入占比仍在99%以上。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
色纱	19.72	89.33%	11.98%	19.52	89.74%	18.72%
贸易纱	1.64	7.44%	4.14%	1.63	7.50%	7.66%
受托加工费	0.61	2.77%	17.63%	0.51	2.36%	35.00%
主营业务	21.98	99.54%	11.55%	21.66	99.60%	18.27%
其他业务	0.10	0.46%	63.63%	0.09	0.40%	83.86%
合计	22.08	100.00%	11.79%	21.75	100.00%	18.54%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司从事色纱生产的时间较早，但该技术行业门槛不高，行业集中度较低，市场竞争压力较大，且客户对色卡的需求具有多样性，以及染整行业环保要求较高，因此近年公司持续保持一定规模的研发投入，用于提高技术工艺、开发新产品，2022年公司研发投入为7,121.52万元，占营业收入的比重为3.23%，与上年同期持平。2022年公司首次提出“承接江苏筒子纱产业转移”的工作总目标，并引进了两个新产品技术团队，组建了新销售团队，色纱销量同比增长3.67%至6.85万吨，但2022年棉花价格高位回落，公司主动下调加工费以争取订单，使得下游色纱售价下跌，平均销售单价为3.02万元/吨，同比下降2.27%。2022年公司产能提升至6.80万吨，公司继续处于满负荷生产状态，产能利用率和产销率均表现较好。

表4 公司产销平衡情况（单位：吨、吨/年、万元/吨）

项目	2022年	2021年
产能	68,000.00	66,000.00
生产数量	68,549.80	66,122.75

销售数量	67,263.74	64,792.85
产能利用率	100.81%	100.19%
产销率	98.12%	97.99%
销售均价	3.02	3.09

注：销售均价=（色纱销售收入+受托加工费收入）/销售数量

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

生产模式上，公司仍执行“仓储式生产为主，订单式生产为辅”的生产模式，其中仓储式生产主要依托于富春标准色卡，通过建立标准色数据库，将原先行业内普遍的来样定制模式，转变成仓储式生产模式，公司根据历史销售数据、市场未来需求预测以及实际订单情况等信息，按照标准工艺流程对色卡中各类色纱先行进行生产备货，客户从色卡中挑选所需色纱后向公司下单，该类生产模式可以实现色纱的标准化、大批量生产，降低生产成本，缩短交货周期；订单式生产主要为来料加工和来样定制，即公司接受客户订单后，按订单要求组织生产，公司现有的袜业客户基本以仓储式生产为主，订单式生产为辅模式，新品市场目前主要为来料加工和来样定制，但已经在着手研发新品类色卡，客户包括毛衫、毛巾等。

销售模式上，公司仍以“天外天”品牌直接面向客户进行销售，公司一般与客户先行签订产品销售的框架协议，客户在具有实际采购需求时参照公司发布的价格单、向公司销售部门询价后发出订单，并在订单中约定具体产品规格、数量、价格、货期等信息，目前大部分客户通过富春标准色卡选色下单并支付预付款，公司产品销售以先款后货和先款现货为主，近年应收账款规模较小。

采购模式上，公司采购总体遵循“以产定购+合理库存”的原则，由采购部门结合生产部门的生产计划、现有库存数量以及采购周期等因素制定采购计划，对于市场紧俏或者预期采购成本会上涨的原材料，公司会择机适当增加库存备货；原材料价格下行时，在保证生产供应的前提下，压缩库存双重灵活的采购模式，现阶段公司主要保留1个半月左右的原材料库存。原材料是公司最主要的营业成本，2022年直接材料占公司营业成本的比重在80%以上，公司上游主要原材料包括胚纱、染料和助剂，其中胚纱是最主要的采购品种，2022年上半年棉花价格高位下调，但消化前期储备的高价原材料导致公司利润受挤压，此外，2022年公司染料采购价格处于高位，助剂均价继续增长，公司成本管控压力较大。本期债券募投项目主要产品为胚纱，项目已经于2023年3月投产，后续公司采购胚纱数量将减少，同时增加棉花的采购量，该项目是公司现有业务向上游产业链的延伸，有利于优化生产工序，同时保障原材料质量。能源动力成本方面，公司具有完备的废水、废气处理系统，此外，公司可以从长江取水，用水成本较低，加上技术方面的优势，近年公司吨纱取水量不断降低，截至2022年末，公司吨纱用水量和综合能耗，均值低于行业标准1/3。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：吨、万元、万元/吨）

项目	2022年			2021年		
	采购数量	采购金额	平均采购均价	采购数量	采购金额	平均采购均价

胚纱	64,377.00	150,634.00	2.34	61,792.46	138,417.92	2.24
染料	1,213.00	4,909.00	4.05	2,673.99	5,189.38	1.94
助剂	37,583.00	7,967.00	0.21	43,210.30	7,346.97	0.17
合计	-	163,510.00	-	-	150,954.27	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从上下游关系来看，2022年公司前五大客户销售金额占比和前五大供应商采购金额占比分别为9.41%和37.26%，客户集中度降低，客户仍以袜子类生产企业为主，但对浙江圣邦化纤针织有限公司、海宁光纬纺织品有限公司等化纤纺织类企业的销售占比有所增加，目前与公司存在长期合作关系的客户超千，其中主要优质客户包括健盛集团、江苏国泰、梦娜、浪莎、耐尔等；采购集中度上升，主要系对华芳集团的采购量大幅增加所致，整体来看，公司主要客户和供应商较为稳定，客户类型上有所拓展。

表6 公司前五大供应商和客户情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占比	客户名称	销售金额	占比
2022年	供应商 A	30,050.56	16.86%	客户 A	5,032.35	2.03%
	供应商 B	12,299.05	6.90%	客户 B	4,851.10	1.95%
	供应商 C	9,812.63	5.50%	客户 C	4,663.17	1.88%
	供应商 D	7,565.33	4.24%	客户 D	4,755.08	1.92%
	供应商 E	6,692.02	3.75%	客户 E	4,055.88	1.63%
	合计	66,419.59	37.26%	合计	23,357.58	9.41%
2021年	供应商 A	15,262.48	9.60%	客户 A	9,020.97	4.15%
	供应商 B	8,421.80	5.30%	客户 B	6,707.79	3.08%
	供应商 C	8,226.49	5.17%	客户 C	4,741.42	2.18%
	供应商 D	6,500.08	4.09%	客户 D	4,441.50	2.04%
	供应商 E	5,908.41	3.72%	客户 E	4,288.76	1.97%
	合计	44,319.26	27.88%	合计	29,200.44	13.42%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司4个项目同时开工建设，其中年产3万吨高品质筒子纱生产线建设项目（IPO募投项目）为技改项目，其3万吨产能已经在2023年3月全部释放；智能化精密纺纱项目（一期）可形成24万锭产能，年产高档纱线4.12万吨，其产能已经从2023年3月开始逐步释放；年产6万吨高品质筒子纱染色建设项目和年产3万吨纤维染色建设项目分别预计在2023年5月和10月逐步释放。公司主要在建项目将在2023年陆续释放产能，有助于缓解产能利用率常年趋于饱和的现状，为公司收入增长提供支撑；同时，有助于优化生产工序，丰富公司产品类型。但下游服装纺织、袜业市场需求恢复缓慢，行业内企业经营承压，仍需持续关注新建项目投产后的产能消化风险，且公司主要在建项目尚需投资规模较大，面临较大的项目建设资金压力。

表7 截至2022年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

指标名称	预计总投资	累计已投资	建设地点	投产时间
------	-------	-------	------	------

智能化精密纺纱项目（一期）	104,185.00	24,598.51	芜湖	2023年3月
年产6万吨高品质筒子纱染色建设项目	90,000.00	9,079.37	荆州	2023年5月
年产3万吨纤维染色建设项目	50,000.00	215.65	芜湖	2023年10月
年产3万吨高品质筒子纱生产线建设项目	39,763.99	41,931.13	芜湖	2023年3月
合计	283,948.99	75,824.65	-	-

注：2022年公司年产6万吨高品质筒子纱染色建设项目总投资由7.50亿元增至9.00亿元；年产3万吨高品质筒子纱生产线建设项目已投资超过总投资。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

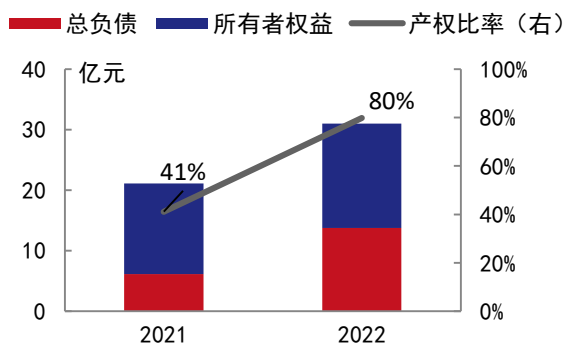
以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新增1家合并子公司。

资本实力与资产质量

得益于在建项目的持续投入以及本期债券募集资金到位，公司资产规模提升，现金类资产较为充足，但后续项目建设资金需求也较大，同时需对存货跌价风险保持关注

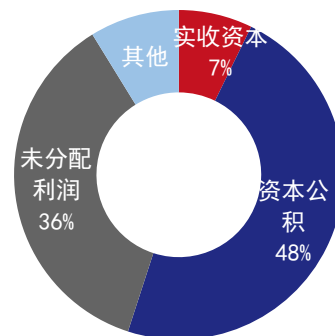
2022年末公司所有者权益增加主要系利润累积以及发行本期债券增加其他权益工具所致，总负债增加主要系本期债券募集资金到位以及银行借款增加所致，公司产权比率大幅提升，但权益对负债保障程度仍较好。从所有者权益构成来看，仍主要以资本公积和未分配利润为主，权益结构稳定。

图5 公司资本结构



资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

图6 2022年末公司所有者权益构成



资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

2022年末公司总资产同比增长46.76%，非流动资产较上年同期占比上升较快，当前资产主要由货币资金、在建工程、固定资产和存货构成，符合行业特性。公司货币资金主要为银行存款，2022年末同比增长37.27%，主要系本期债券募集资金到位所致，受限货币资金为1.35亿元，为银行承兑保证金与信用

证保证金。公司多个项目处于建设期，随着项目的持续投入，2022年末公司在建工程大幅增加，其中2.46亿元为本期债券募投项目，1.41亿元为年产3万吨高品质筒子纱生产线建设项目。公司固定资产主要由办公楼、厂房、仓库以及生产设备等构成，2022年末同比变化不大。公司存货仍主要由原材料和库存商品构成，2022年棉花价格下行较多，在保证生产需要的前提下，公司压缩原材料库存（主要系消化高价棉花库存），使得期末存货同比有所下降；公司存货跌价准备较上年同期有所下降，2022年末为715.58万元，公司存货规模较大，仍需关注其跌价风险。

其他资产方面，交易性金融资产和其他流动资产均主要系公司用闲置资金购买的理财产品，期限均较短，风险较低，公司现金类资产较为充足，但考虑到公司主要在建项目后续资金需求较大，短期内公司项目资金投入将保持较大规模。2022年末公司预付款项同比变化不大，主要预付对象仍为河南新野纺织股份有限公司和华芳集团纺织品销售有限公司。2022年末公司无形资产增加，主要系为在建项目购入土地所致。

截至2022年末，公司使用受限的货币资金、固定资产和无形资产等资产合计2.19亿元，在总资产中占比7.07%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.82	28.44%	6.42	30.40%
交易性金融资产	1.35	4.34%	0.64	3.03%
预付款项	1.45	4.69%	1.50	7.10%
存货	3.52	11.34%	4.18	19.79%
其他流动资产	1.32	4.26%	0.57	2.71%
流动资产合计	17.46	56.32%	13.81	65.36%
固定资产	5.15	16.62%	5.37	25.44%
在建工程	5.41	17.46%	0.46	2.19%
无形资产	2.16	6.97%	1.11	5.24%
非流动资产合计	13.54	43.68%	7.32	34.64%
资产总计	31.00	100.00%	21.13	100.00%

资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

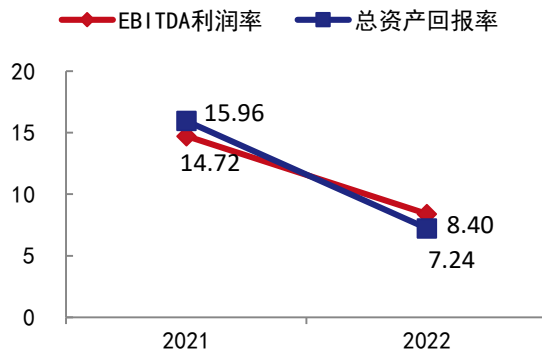
盈利能力

消化高成本原材料导致2022年公司净利润同比下降较多，公司新增产能将在2023年逐步释放，有助于增厚公司营收

公司主营业务为色纱的生产和销售，2022年公司营业收入增长主要来自销售数量驱动，与行业可比上市公司相较而言，公司销售毛利率处于较好水平，且公司各项费用管控合理，期间费用率继续降至

5.25%。但消化高成本原材料对公司利润形成侵蚀，2022年公司净利润同比下降30.01%，主要盈利指标 EBITDA 利润率、总资产回报率同比分别下降6.31、8.72个百分点。盈利趋势方面，公司新增产能将在 2023年逐步释放，有助于缓解产能利用率常年趋于饱和的现状，增厚公司营收，且规模化生产有助于改善公司盈利能力，但下游服装纺织、袜业市场需求恢复缓慢，新增产能仍面临市场消化风险。

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

由于本期债券募集资金到位以及银行借款增加，公司债务增加，但总债务及总负债规模仍较小，偿债压力较小；公司营运资金较为充足，但资本开支保持较大规模，预计仍需通过融资补缺

公司负债主要由银行借款、本期债券以及经营性负债构成，其中短期借款和长期借款同比均有增加，且均主要为保证抵押借款；公司应付票据主要为银行承兑汇票，应付账款主要为货款和工程设备款，2022年末公司应付账款同比增长主要系应付设备工程款增加所致，为提高资金使用效率，改进本期债券募投项目款项支付方式，经审议决定，公司可根据实际情况使用银行承兑汇票及信用证方式支付募投项目中的工程款和设备采购款，并从相应的募集资金专户划转等额资金至自有资金账户，2022年末公司应付票据同比有所增加，为推进公司业务发展，降低公司财务成本、优化财务结构，2023年3月14日发布公告称，拟与国内合格的商业银行开展即期余额（敞口）不超过人民币10亿元的资产池（票据池）业务，该额度可以循环滚动使用，未来公司票据支付方式可能继续增加。从债务状况来看，公司总债务同比大幅增加，主要系本期债券募集资金到位以及银行借款增加所致，但考虑到未来转股因素，公司债务负担有下降的可能性，且公司货币资金能覆盖短期债务，偿债压力较小。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.91	13.91%	0.70	11.39%
应付票据	2.83	20.61%	2.01	32.62%

应付账款	1.60	11.62%	1.06	17.23%
合同负债	0.72	5.26%	0.61	9.89%
一年内到期的非流动负债	0.03	0.21%	0.00	0.07%
流动负债合计	7.50	54.48%	5.05	82.11%
长期借款	0.97	7.05%	0.27	4.46%
应付债券	4.84	35.15%	0.00	0.00%
非流动负债合计	6.26	45.52%	1.10	17.89%
负债合计	13.76	100.00%	6.15	100.00%
总债务合计	10.58	76.93%	2.99	48.61%
其中：短期债务	4.78	34.73%	2.71	44.08%
长期债务	5.81	42.20%	0.28	4.53%

资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

现金流方面，公司大部分客户通过富春标准色卡选色下单并支付预付款，同时为减少应收账款风险，2022年公司继续保持先款后货和先款现货政策不变，应收账款继续保持较低水平，公司经营活动现金流净额同比大幅增加。消化高成本原材料侵蚀公司利润，2022年公司净利润同比下降导致营运资金减少，公司现金生成能力下降。

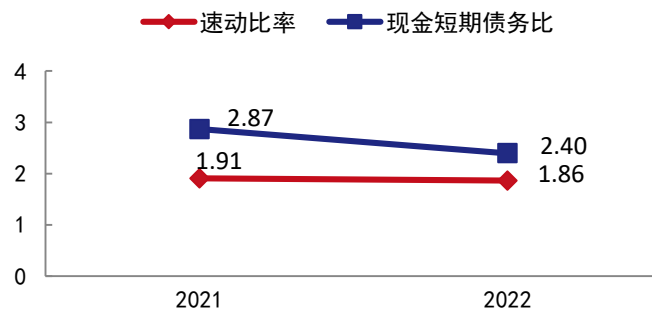
从杠杆状况来看，公司债务增加导致负债水平明显上升，但债务规模仍较小，净债务/EBITDA、FFO/净债务、经营活动现金流/净债务等相关指标为负主要系净债务为负数，EBITDA仍可较好地覆盖利息支出。2022年公司多个项目在建项目处于建设期，资本支出增加导致自由活动现金流净流出规模增加，考虑到公司主要在建项目尚需投资规模仍较大，预计后续公司需要通过融资给项目资金支出补缺。

表10 公司现金流及杠杆状况指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
经营活动现金流	1.63	0.65
FFO	1.16	2.63
资产负债率	44.38%	29.12%
净债务/EBITDA	-0.14	-1.32
EBITDA 利息保障倍数	15.82	137.62
总债务/总资本	38.03%	16.65%
FFO/净债务	-447.69%	-62.00%
经营活动现金流/净债务	-627.97%	-15.37%
自由活动现金流/净债务	1,417.21%	17.11%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从流动性来看，2022年公司速动比率同比略有下降，短期债务增加导致现金短期债务比同比下降，但公司现金类资产较为充足，流动性指标表现仍较好。公司授信额度规模较小，但作为A股上市公司，可依靠股权融资解决资金需求，具有一定的融资弹性。

图 8 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司股权结构相对稳定且较为集中，管理层及核心团队较为稳定，行业经验较为丰富，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

环境方面，根据《公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

社会方面，根据公司《公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。但 2022 年 1 月公司收到海关的行政处罚决定书，因与货代公司、报关公司沟通不详细，公司进口货物漏缴关税等相关税款 21.83 万元而处以罚款 2.00 万元。

公司治理

公司股权结构相对稳定且较为集中，有利于日常经营决策的高效执行，员工持股平台的设立，有助于形成公司与员工共同发展的长效激励机制，保证了管理层及核心团队的相对稳定，且公司主要管理人员和核心技术人员在纺织领域均拥有多年的从业经验。2022 年 7 月公司进行了董事会、监事会换届选举，其中 1 名董事由俞关标先生更换为孙程先生，同时独立董事更换为王文兵先生、魏利胜先生和万尚庆先生；公司监事会成员和其他高级管理人员未发生变化，但监事会主席由王笑晗先生更换为陈家霞女士。

公司根据行业特点和经营管理需要，设立了采购中心、研发中心、生产中心、计划销售部、仓储部、质检中心等多个部门，建立了较完整的内部管理制度，组织架构图见附录三，截至 2022 年末公司在职员工为 1,374 人，较 2021 年末略有增加，其中生产人员占比 66.16%，符合行业特性。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年3月14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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月9日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、债券偿还保障分析

公司控股股东提供的股份质押担保仍能为本期债券偿付提供一定保障

公司控股股东何培富先生作为出质人以其合法拥有的部分公司股票为本期债券提供质押担保。根据国元证券股份有限公司（以下简称“国元证券”）与何培富先生签订的《芜湖富春染织股份有限公司公开发行可转换公司债券之股份质押合同》（以下简称“质押合同”），何培富先生将其持有的富春染织市值为8.55亿元（本次可转债发行规模的150%，如募集资金额度调减，股份质押数及担保金额相应调减）的股份（以下简称“质押股票”）为本期债券提供担保。在办理初始股票质押手续时，出质股份为按照办理质押登记日的前一交易日收盘价计算的出质人持有的富春染织市值为8.55亿元（以下简称“质押股票”）为本期债券提供担保。在担保范围为富春染织因发行本期债券所产生的全部债务，包括但不限于主债权（本期债券的本金及利息）、富春染织违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为了实现债权而产生的一切合理费用。担保期限为质押合同生效之日起至富春染织履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日（以先到者为准）。

质押合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的120%，国元证券有权要求出质人在前述情形发生之日起30个交易日内追加担保物，以使质押财产的价值与本期债券未偿还本金的比率高于150%；追加的资产限于富春染织人民币普通股，追加股份的价值为连续30个交易日内富春染织收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，出质人应追加提供相应数额的富春染织人民币普通股作为质押财产，以使质押财产的价值符合上述规定。如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本期债券尚未偿还本息总额的200%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的150%。

公司控股股东何培富先生自2022年6月22日起将其持有的4,170.74万股公司股票用于为本期债券提供担保，质押手续已办理完成。本期债券于2022年6月23日发行，截至本报告出具之日质押资产尚未发生上述须追加担保物情形；截至2023年4月7日，质押股票市值为8.52亿元（按当天收盘价20.44元/股计算），对本期债券尚未偿付本息总额覆盖率为1.47倍，股权质押担保仍能为本期债券偿付提供一定保障。

九、结论

公司是国内领先的色纱生产企业之一，拥有自主品牌“天外天”和覆盖六百余种颜色的富春标准色卡，在色纱细分领域具有一定的经营优势，与行业内可比上市公司相比，公司销售毛利率表现较好，2022年公司4个项目在建，并预计在2023年陆续投产，届时公司产能将大幅释放，有助于丰富公司产品类型和提升公司营收水平，但下游服装纺织、袜业市场需求恢复缓慢，行业内企业经营承压，仍需持续关注新建项目投产后的产能消化风险，且公司主要在建项目尚需投资规模较大，未来资本支出预计仍将通过融资补缺。随着公司在建项目的持续投入，公司资产和负债规模均有所提升，但公司债务规模仍较小，现金类资产较为充裕，偿债压力较小。整体来看，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券的信用等级为AA-。

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	2021年	2020年
货币资金	8.82	6.42	2.65
存货	3.52	4.18	2.93
流动资产合计	17.46	13.81	6.47
固定资产	5.15	5.37	4.73
在建工程	5.41	0.46	0.49
无形资产	2.16	1.11	0.74
非流动资产合计	13.54	7.32	6.33
资产总计	31.00	21.13	12.81
短期借款	1.91	0.70	0.07
应付票据	2.83	2.01	1.48
应付账款	1.60	1.06	1.46
一年内到期的非流动负债	0.03	0.00	0.00
流动负债合计	7.50	5.05	3.97
长期借款	0.97	0.27	0.20
应付债券	4.84	0.00	0.00
非流动负债合计	6.26	1.10	1.02
负债合计	13.76	6.15	5.00
总债务	10.58	2.99	1.75
归属于母公司的所有者权益	17.24	14.97	7.81
营业收入	22.08	21.75	15.15
营业利润	1.39	2.67	1.30
净利润	1.63	2.33	1.13
经营活动产生的现金流量净额	1.63	0.65	3.08
投资活动产生的现金流量净额	-6.48	-2.46	-1.41
筹资活动产生的现金流量净额	7.05	5.28	-0.85
财务指标（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
EBITDA	1.85	3.20	1.85
FFO	1.16	2.63	1.35
净债务	-0.26	-4.24	-0.60
销售毛利率	11.79%	18.54%	15.25%
EBITDA 利润率	8.40%	14.72%	12.21%
总资产回报率	7.24%	15.96%	11.25%
资产负债率	44.38%	29.12%	39.01%
净债务/EBITDA	-0.14	-1.32	-0.32
EBITDA 利息保障倍数	15.82	137.62	69.08
总债务/总资本	38.03%	16.65%	18.34%

FFO/净债务	-447.69%	-62.00%	-226.11%
速动比率	1.86	1.91	0.89
现金短期债务比	2.40	2.87	1.77

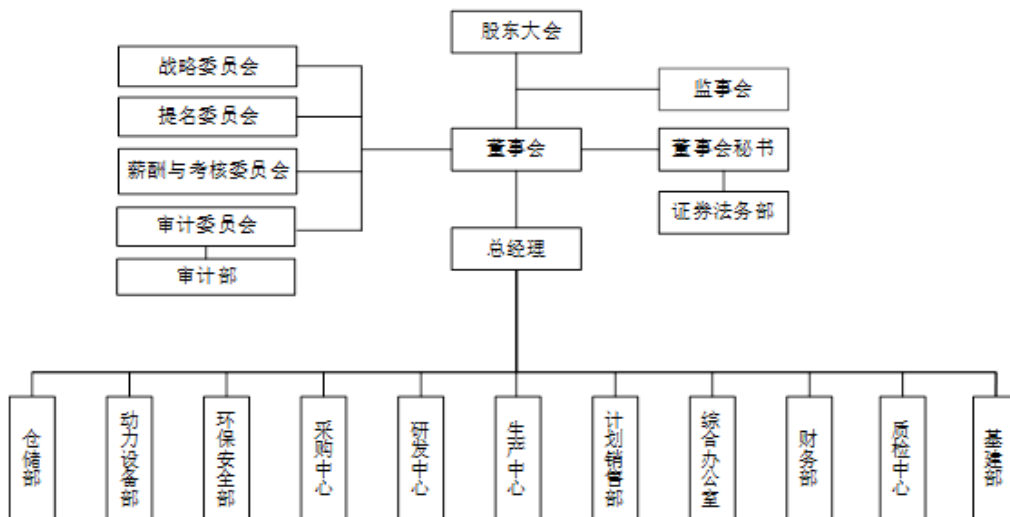
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 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。

附录五 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。