



2023 年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 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：

2023年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2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	首次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
智尚转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到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）为国内精纺呢绒领域细分行业龙头，业务竞争力较强，2022 年收入及净利润保持增长，且超高分子量聚乙烯纤维项目有望成为公司新的收入增长点；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，公司羊毛进口依赖度高，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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	31.72	32.04	27.04	24.30
归母所有者权益	18.38	18.07	16.60	15.30
总债务	8.47	8.87	4.95	4.09
营业收入	3.26	16.34	14.92	13.58
净利润	0.32	1.87	1.52	0.86
经营活动现金流净额	-1.01	2.33	2.52	3.70
净债务/EBITDA	-	-0.69	-2.37	-2.50
EBITDA 利息保障倍数	-	14.98	20.26	13.39
总债务/总资本	31.47%	32.87%	22.90%	21.02%
FFO/净债务	-	-93.93%	-19.61%	-14.97%
EBITDA 利润率	-	19.17%	19.18%	17.73%
总资产回报率	-	7.85%	7.81%	4.97%
速动比率	0.97	1.04	1.47	1.55
现金短期债务比	1.18	1.34	2.59	2.72
销售毛利率	32.77%	33.53%	34.17%	30.78%
资产负债率	41.87%	43.43%	38.39%	36.81%

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 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

评级日期

2023 年 05 月 30 日

联系方式

项目负责人： 宋晨阳
 songchy@cspengyuan.com

项目组成员： 郑丽芬
 zhenglf@cspengyuan.com

联系电话： 0755-82872897

优势

- **公司精纺呢绒业务竞争力较强。**公司拥有完善的毛纺织服饰产业链，涵盖了集面料研发、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，产业链各环节实现了产业协同，在降低经营风险的同时又形成了成本优势。公司在精纺呢绒领域为国内纺织服饰细分行业龙头，围绕中高端品牌定位，产能稳定，产能利用率较高。“南山”牌精纺呢绒被认定为中国驰名商标，公司亦被认定为精梳毛机织物单项冠军示范企业。
- **2022 年公司收入及利润保持增长。**公司加大国际市场开拓力度，精纺呢绒和服装的外贸收入均大幅增长，平均增幅为 46.82%，2022 年公司实现营业收入 16.34 亿元，同比增长 9.50%，归属于股东的净利润为 1.87 亿元，同比增长 22.51%。此外，随着在建产能逐步释放，超高分子量聚乙烯纤维项目有望成为公司新的收入增长点。

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，项目能否如期建成存在一定不确定性。募投项目与现有面料服装业务的客户类型差异较大，存在客户拓展不及预期的风险。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。**公司主要原材料为澳大利亚原产羊毛，通过澳大利亚公开拍卖市场进行采购，市场化程度高，但其价格易受气候、消费需求、产业国政策、羊毛储备情况、汇率变动等多种因素影响，而羊毛价格波动对原材料成本影响较大，加大了公司成本管理难度。
- **公司存在一定存货跌价风险。**为了应对市场需求变化，公司储备一定量的澳洲羊毛作为安全库存，存货账面价值较大，2022 年末占总资产的比重为 18.36%，所占比例较高。未来如因公司经营的市场环境发生不利变化或竞争加剧、公司未能及时把握下游行业需求变化、消费需求动能不足等原因导致存货变现困难，公司存在因计提存货跌价准备而对经营业绩产生不利影响的风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司精纺呢绒业务竞争力较强，超高分子量聚乙烯纤维项目陆续投产，预计未来收入持续性好，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	江苏阳光	如意集团	新澳股份	公司
总资产	47.44	45.07	46.46	32.04
营业收入	19.93	5.92	39.50	16.34
归母净利润	1.17	-1.54	3.90	1.87
销售毛利率	27.54%	16.35%	18.81%	33.53%
资产负债率	49.21%	41.94%	34.76%	43.43%

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind，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

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	评分要素	评分	
业务状况	宏观环境	4/5	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	4/7	财务状况	9/9
	行业风险状况	3/5	杠杆状况	中
	经营状况	4/7	盈利状况	5/7
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-/智尚转债	2022-09-13	宋晨阳、郑丽芬	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)	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
智尚转债	6.9958	6.9958	2022-09-13	2029-04-10

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2023年4月发行6年期6.9958亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于年产3,000吨超高分子量聚乙烯新材料建设项目。截至2023年4月末，“智尚转债”募集资金专项账户余额为6.94亿元。

三、发行主体概况

2022年至今，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本均为36,000万元，南山集团有限公司（以下简称“南山集团”）持有公司67.50%的股权，为公司控股股东，实际控制人为龙口市东江街道南山村村民委员会。

2022年及2023年1-3月，公司合并范围均无变化。截至2023年3月末，公司合并范围内子公司共8家，详见附录四，其中重要子公司为山东缔尔玛服饰有限公司。

表1 2022年重要子公司财务数据（单位：亿元）

公司名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
山东缔尔玛服饰有限公司	8.17	6.23	6.57	0.21

资料来源：公司2022年年度报告，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。

行业环境

在“高成本、弱需求”的供需环境下，2022年纺织行业销售及盈利压力持续加大，出口市场成为纺织行业消费市场的重要支撑

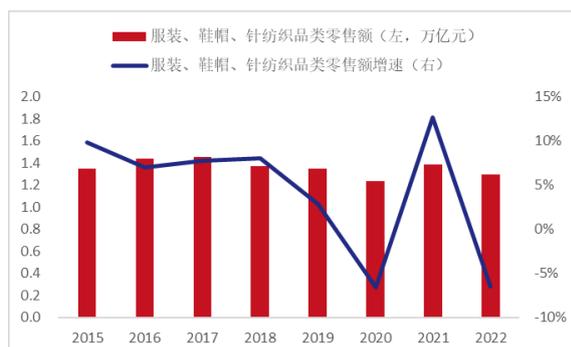
2022年，我国纺织行业面临的外部发展环境较为严峻，市场需求疲弱、原材料成本处于高位、贸易环境更趋复杂等风险因素对纺织行业造成较大冲击，经济运行压力显著加大，行业综合景气指数持续位于50荣枯线以下，但随着国家政策因时因势调整、市场消费呈现季节性增长，四季度纺织企业经营信心有所改善。全年纺织业产能利用率和生产增速均有所放缓，其中产能利用率为77.2%，较上年回落2.3个百分点，但仍高于同期全国工业产能利用水平；规模以上企业工业增加值同比减少1.9%，增速较上年回落6.3个百分点。

受居民收入增长放缓、消费场景恢复缓慢等因素影响，纺织行业内销压力持续加大，国内市场消费形势明显放缓。自2022年3月以来，全国限额以上服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额增速持续为负值，全年同比减少6.5%，增速较上年回落19.20个百分点，下降幅度较大。在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下，2021年我国纺织行业出口实现较快增长，纺织品服装出口总额为3,154.6亿美元，增长8.3%，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24.0%，为2015年以来的最好水平。2022年出口市场依然是纺织行业消费市场的重要支撑，全年纺织品服装出口达3,233.4亿美元，增长2.6%，再创历史新高，其中服装累计出口1,754.3亿美元，同比增长3.2%，但增速较上年下降20.8个百分点，降幅明显。《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，2022年我国对RCEP其他成员国出口纺织品服装达953.1亿美元，同

同比增长9.7%，占纺织品服装出口总额的比重从2019年的27.3%升至2022年的29.5%。

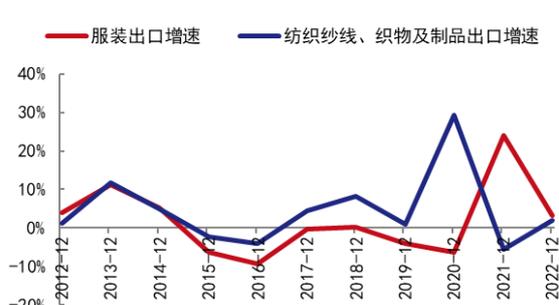
在“高成本、弱需求”的供需环境下，纺织行业销售及盈利压力持续加大。2022年规模以上纺织企业营业收入和利润总额同比分别减少0.9%和24.8%。纺织产业链上，仅毛纺织、家纺行业利润总额实现正增长。

图 1 国内服装、鞋帽、针纺织品零售承压



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

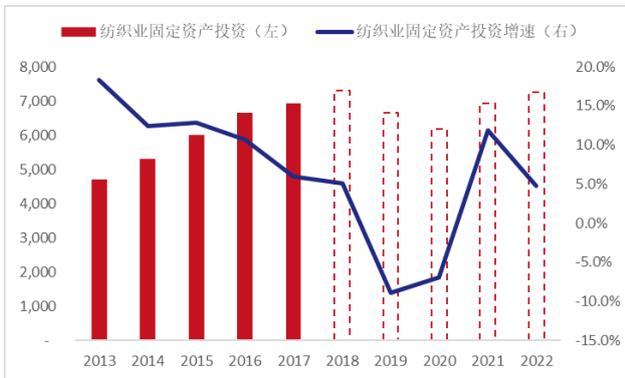
图 2 2022 年纺织品及服装出口增速回落



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

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，全行业投资保持增长，但是2022年增速回落

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，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%。2022年，我国纺织业固定资产投资完成额同比增长4.7%，维持增长态势，但增速较上年回落7.2个百分点。2022年纺织业产成品库存增速整体处于较高水平，主要系运输受阻及下游需求不足所致，但自3月份以来增速持续下降。

图 3 2022 年以来纺织业固定资产投资增速回落¹


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图 4 2022 年纺织业产成品库存增速有所下滑


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

2021 年以来国际市场羊毛价格走势相对平稳，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。2021 年以来，澳大利亚羊毛价格相对平稳，波动不大。

图 5 2021 年以来羊毛价格较为稳定


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司拥有完善的毛纺织服饰产业链，各环节实现了产业协同，在降低经营风险的同时又形成了成本优势；在精纺呢绒领域，公司为国内纺织服饰细分行业龙头，围绕中高端品牌定位，产能稳定，产

¹ 2018-2022 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。

能利用率较高，但主要原材料价格存在波动风险，加大了公司成本管理难度；超高分子量聚乙烯纤维将成为公司新的收入增长点，但需关注其新增产能的消化风险

公司主营业务围绕精纺面料和服装、正装、职业装和劳保工装展开，2021年逐步开拓超高分子量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。2022年，公司实现营业收入16.34亿元，同比增长9.50%，其中精纺呢绒业务同比增长3.37%，服装业务同比增长14.97%；归属于股东的净利润为1.87亿元，同比增长22.51%，主要系公司逐步转向功能性产品并淘汰部分价格低廉合作客户所致。公司加大国际市场开拓力度，精纺呢绒和服装的外贸收入均大幅增长，平均增幅为46.82%。公司顺利完成超高分子量聚乙烯纤维一期600吨项目的投产，当年实现营业收入1,952.06万元，项目二期建设也在加快推进中。毛利率方面，2022年精纺呢绒业务毛利率略微下降，主要系产品结构变化所致，叠加UHMWPE纤维毛利率水平较低，公司整体销售毛利率略微下降。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
精纺呢绒	89,671.95	54.89%	33.75%	86,748.42	58.14%	35.35%
服装类	69,868.60	42.77%	32.08%	60,773.03	40.73%	31.10%
UHMWPE 纤维	1,952.06	1.19%	15.96%	0.00	0.00	-
其他	1,882.23	1.15%	95.34%	1,678.15	1.12%	84.72%
合计	163,374.84	100.00%	33.53%	149,199.60	100.00%	34.17%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。2022年公司精纺呢绒产能保持稳定，产能利用率有所提升；但西装产能同比减少44.44%，衬衫产能利用率亦有所下降，主要系公司剔除低附加值订单、优化产品结构所致。公司超高分子量聚乙烯一期（设计产能600吨/年）已于2022年7月份投产，10月份实现满产，主要系800D防弹丝级别产品，此外还有部分防切割及绳缆类纤维产品。其中800D、1600D产品均是公司自行研发生产，其技术指标和产品质量已超行业平均水平。

表3 公司主要产品产能、产量和产能利用率情况

产品类别	项目	2022年	2021年
精纺呢绒	产能（万平米）	1,600.00	1,600.00
	产能利用率	87.37%	79.72%
西装	产能（万套）	75	135
	产能利用率	107.09%	55.33%
衬衫	产能（万件）	65	45
	产能利用率	98.57%	148.93%

UHMWPE 纤维	产能（吨）	3,600	600
	产能利用率	49%	-

注：（1）UHMWPE 纤维 2022 年产能利用率为 49%，因该项目于 2022 年 7 月开始投产，10 月达到稳定运行并满产；

（2）UHMWPE 纤维 2022 年产能中含在建产能 3,000 吨，2021 年产能中含在建产能 600 吨。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，公司精纺呢绒还用于服装板块的自主生产。2022 年公司精纺呢绒销售量变动不大；在“备纱备货”生产模式的影响下，产销率下降 9.61 个百分点，但仍处于较高水平。

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”。公司持续加强重点客户服务跟进，加大国际市场开拓力度，西装和衬衫的销售量均有所增加，其中西装销量同比增长 13.85%，增速较快。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，整体较为稳定，表现较好。

表4 公司主要产品的产销情况

产品	项目	2022 年	2021 年
精纺呢绒	销售量（万米）	1,379.58	1,366.85
	生产量（万米）	1,414.27	1,275.47
	产销率	97.55%	107.16%
西装	销售量（万套）	95.46	83.85
	生产量（万套）	97.09	84.78
	产销率	98.32%	98.90%
衬衫	销售量（万件）	89.92	87.80
	生产量（万件）	89.98	90.41
	产销率	99.93%	97.11%
UHMWPE 纤维	销售量（吨）	279.00	-
	生产量（吨）	294.00	-
	产销率	94.90%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，公司仍以国内市场为主，但公司加大国际市场开拓力度，精纺呢绒和服装的外贸收入平均增幅高达 46.82%，2022 年境外收入占比大幅提升至 24.18%。从销售模式来看，公司直营销售占比仍较高，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5 公司收入构成情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年	
	收入	占比	收入	占比
按销售地域划分				
境内	123,874.53	75.82%	122,295.31	81.97%
境外	39,500.31	24.18%	26,904.29	18.03%
合计	163,374.84	100.00%	149,199.60	100.00%
按销售模式划分				
直营销售	143,648.61	87.93%	132,414.18	88.75%
经销销售	19,726.23	12.07%	16,785.42	11.25%
合计	163,374.84	100.00%	149,199.60	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021-2022年，公司前五大客户销售金额占比分别为20.90%和14.53%，下游客户相对分散，客户集中度不高。

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拍。受精纺呢绒业务生产量增加影响，2022年公司羊毛采购数量同比增长17.84%，采购均价则受拍卖市场行情影响，近年较为稳定。公司在采购羊毛后自主生产毛条外，还有部分毛条直接采购，2022年采购金额为5,450.22万元。需要关注的是，公司所需羊毛主要依赖进口，易受海运、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。随着服装业务生产量增加，2022年面料采购数量同比增长12.90%，但采购均价有所下降。

表6 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	2022年			2021年		
	采购数量	采购金额	均价	采购数量	采购金额	均价
羊毛	391.07	34,571.35	88.40	331.86	29,263.18	88.18
毛条	47.19	5,450.22	115.49	50.97	5,315.41	104.29
面料	171.54	9,252.65	53.94	151.94	8,521.68	56.09

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。2022年公司前五大供应商采购额占比下降11.29个百分点，但整体仍处于较高水平。

截至2022年末，公司主要在建项目有四个，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。IPO募投项目工程量较大，建设周期较长，且机器设备多为进口，进展慢于预期。年产3,000吨超高分子量聚乙烯纤维项目为本期债券募投项目。整体来看，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7 2022年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	累计已投资
年产 3,000 吨超高分子量聚乙烯纤维项目	69,958.00	34,454.37
精纺毛料生产线智能升级项目	34,556.65	26,250.76
超高分子量聚乙烯复合材料 UD 布项目	5,600.00	2,878.53
服装智能升级改造项目	4,500.00	3,318.18
合计	114,614.65	66,901.84

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2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年及2023年1-3月，公司合并范围均无变化。

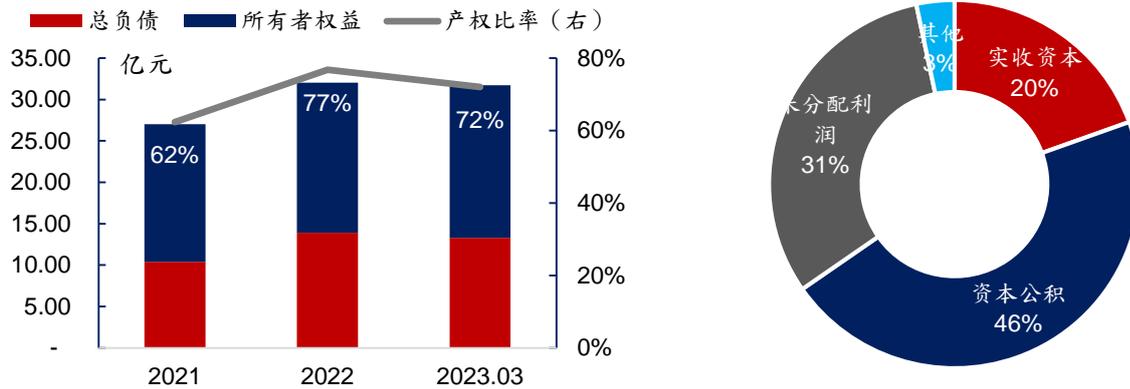
资本实力与资产质量

2022年公司产权比率有所上升，资产以货币资金、存货、固定资产和在建工程为主，其中存货规模相对较大，需关注其跌价风险

2022年末公司所有者权益增加主要系利润累积所致，总负债增加主要系短期借款及应付票据增加所致，综合影响下产权比率上升至约77%。随着本期债券于2023年4月发行成功，产权比率将进一步上升。从所有者权益构成来看，公司仍以实收资本、资本公积和未分配利润为主，权益结构较为稳定。

图 6 公司资本结构

图 7 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司资产规模同比增长18.49%，仍以货币资金、存货、固定资产和在建工程为主。货币资金主要系银行存款，其中2022年末受限金额为3.48亿元，主要系银行承兑汇票保证金、信用证保证金和保函保证金。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同比增长7.32%，主要系公司进行一定规模的“备纱备货”所致；服装业务库存量大幅减少，其中西装同比减少23.46%，衬衫同比减少25.24%。2022年公司计提存货跌价准备0.85亿元，占期末账面余额的12.61%，仍面临一定的跌价风险。公司固定资产主要系机器设备、房屋及建筑物，2022年末大幅增加，主要系在建工程转入及新购置机器设备所致；公司固定资产均按年限平均法进行折旧，机器设备折旧计提程度较高，成新率较低。公司在建工程大幅增长，主要系年产3,000吨超高分子量聚乙烯新材料建设项目持续推进所致。

其他资产方面，公司交易性金融资产主要系结构性存款。近年公司应收账款规模持续增加，账龄以1年内为主。2022年，恒大地产集团（江西）有限公司因财务困难未能履约，公司将51.36万元商业承兑汇票转为应收账款，面临一定坏账风险。公司无形资产主要为土地使用权，近年保持稳定。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.51	26.83%	10.22	31.89%	9.84	36.39%
交易性金融资产	0.70	2.21%	0.70	2.19%	2.48	9.17%
应收账款	2.13	6.73%	1.82	5.67%	1.67	6.18%
存货	6.38	20.10%	5.88	18.36%	5.68	20.99%
流动资产合计	18.83	59.36%	19.83	61.88%	20.57	76.08%
固定资产	5.05	15.92%	5.08	15.86%	3.53	13.05%
在建工程	5.06	15.94%	4.44	13.85%	0.82	3.05%
无形资产	1.99	6.27%	2.01	6.27%	1.56	5.78%
非流动资产合计	12.89	40.64%	12.21	38.12%	6.47	23.92%

资产总计	31.72	100.00%	32.04	100.00%	27.04	100.00%
------	-------	---------	-------	---------	-------	---------

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

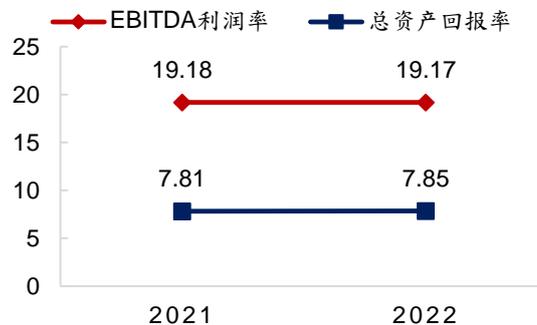
盈利能力

公司盈利能力指标保持稳定，受益于收入的快速增长，净利润亦同步上升

2022年，公司实现营业收入16.34亿元，同比增长9.50%，其中精纺呢绒业务同比增长3.37%，服装业务同比增长14.97%；归属于股东的净利润为1.87亿元，同比增长22.51%，主要系公司逐步转向功能性产品并淘汰部分价格低廉合作客户所致。毛利率方面，2022年精纺呢绒业务毛利率略微下降，主要系产品结构变化所致，叠加UHMWPE纤维毛利率水平较低，公司整体毛利率略微下降。与行业可比上市公司相比，公司销售毛利率处于较好水平。

公司各项费用管控合理，2021-2022年期间费用率分别为18.84%和17.45%，有所下降。2022年公司EBITDA利润率、总资产回报率指标变动不大。盈利趋势方面，公司2022年顺利完成超高分子量聚乙烯纤维一期600吨项目的投产，二期3,000吨项目建设也在加快推进中，随着新增产能逐步释放，营业收入规模有望进一步增加。

图 8 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

公司总债务以银行借款为主，近年规模持续增加，且短期部分占比高，集中偿债压力较大，随着本期债券于2023年4月发行成功，债务规模大幅上升

公司负债主要由短期借款和经营性负债组成。2022年末公司短期借款为5.55亿元，占当期末总债务的62.50%，其中包括保证借款5.17亿元（主要系南山集团担保）、票据贴现0.37亿元。经营性负债方面，应付票据主要系银行承兑汇票；应付账款主要系商品及服务采购款、长期资产购置款；合同负债系预收的产品销售货款；应付职工薪酬主要系已计提尚未发放的工资奖金、尚未使用的工会经费和职工教育经费。从债务到期分布情况来看，2022年末公司短债债务规模为8.53亿元（其中保证借款5.17亿元、票据

贴现0.37亿元、应付票据2.91亿元），占总债务的96.10%，集中偿债压力较大。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.08	45.75%	5.55	39.87%	3.90	37.62%
应付账款	2.19	16.49%	2.21	15.90%	2.09	20.10%
应付票据	1.97	14.81%	2.91	20.90%	0.49	4.70%
合同负债	0.61	4.61%	0.72	5.18%	1.16	11.16%
应付职工薪酬	1.58	11.92%	1.64	11.79%	1.57	15.16%
流动负债合计	12.85	96.72%	13.45	96.65%	10.10	97.32%
负债合计	13.28	100.00%	13.91	100.00%	10.38	100.00%
总债务合计	8.47	63.74%	8.87	63.79%	4.95	47.67%
其中：短期债务	8.13	61.21%	8.53	61.30%	4.68	45.09%
长期债务	0.34	2.53%	0.35	2.49%	0.27	2.58%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司销售商品、提供劳务收到的现金仅同比增长2.83%，低于营业收入9.50%的增长率。随着业务规模增长，公司原材料采购量及储备量增加，购买商品、接受劳务支付的现金同比增长13.01%。综合影响下，尽管2022年公司营业收入及净利润规模均大幅增加，但经营活动现金流净额有所减少。2023年1-3月，公司经营活动现金流净额由正转负，主要系购买商品、接受劳务支付的现金规模相对较大所致。

从杠杆状况来看，2022年公司短期借款及应付票据规模增加，资产负债率、总债务/总资本有所上升，EBITDA利息保障倍数下降明显，但仍处于较高水平。公司现金类资产规模较大，净债务为负数。但随着本期债券于2023年4月发行成功，债务规模大幅上升。

表10 公司现金流及杠杆状况指标

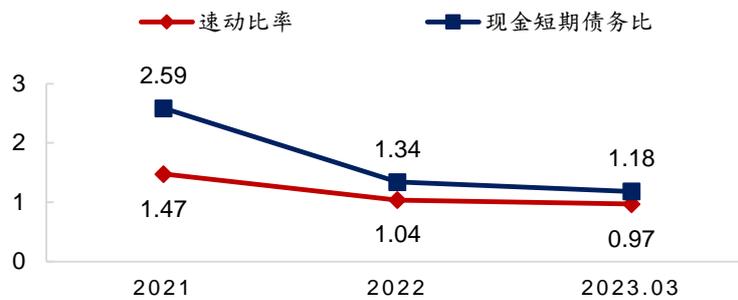
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	-1.01	2.33	2.52
FFO（亿元）	0.38	2.03	1.33
资产负债率	41.87%	43.43%	38.39%
净债务/EBITDA	-	-0.69	-2.37
EBITDA 利息保障倍数	-	14.98	20.26
总债务/总资本	31.47%	32.87%	22.90%
FFO/净债务	-	-93.93%	-19.61%
经营活动净现金流/净债务	94.03%	-107.79%	-37.05%
自由现金流/净债务	155.17%	198.52%	-29.40%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从流动性指标来看，随着在建项目推进持续消耗现金类资产，速动比率、现金短期债务比等流动性

指标持续减弱，但仍表现尚可。截至2022年末，公司尚未使用的银行授信额度为6.91亿元，间接融资渠道畅通；同时，公司作为上市公司，可以通过股权融资方式获得资金，具有一定融资弹性。此外，控股股东南山集团实力强，可为公司债务融资提供担保等有力支持。

图 9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司股权结构相对稳定且较为集中，管理层及核心团队行业经验较为丰富，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。根据公开信息查询，公司过去一年存在部分劳动合同纠纷，对公司经营和信用水平影响有限。

公司治理

截至 2023 年 3 月末，控股股东南山集团直接持有公司 67.50% 股权，股权结构相对稳定且较为集中。2022 年 1 月，财务总监栾海燕辞职，徐晓青接任公司财务总监。公司现任主要管理人员和核心技术人员均拥有多年从业经验。

公司生产经营所在地为龙口市南山工业园区，山东南山铝业股份有限公司（南山集团子公司，股票代码：600219.SH）负责供应园区内企业电力及天然气，山东怡力电业有限公司（南山集团子公司）负责向园区内企业供应蒸汽及热力。2022 年公司向南山集团及其控制企业采购商品 3.43 亿元，占同类交易金额的比例为 39.21%，主要采购商品为电费、天然气、蒸汽费、暖气费等。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2023年4月27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2021年1月1日至查询日（2023年5月19日），中证鹏元未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

目前我国纺织行业面临的外部发展环境较为严峻，市场需求疲弱、原材料成本高位、贸易环境更趋复杂等风险因素对纺织行业造成较大冲击。在“高成本、弱需求”的供需环境下，2022年纺织行业销售及盈利压力持续加大，出口市场成为纺织行业消费市场的重要支撑。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羊毛主要依赖进口，其价格易受气候、消费需求、产业国政策、羊毛储备情况、汇率变动等多种因素影响，羊毛价格波动对原材料成本影响较大，加大了公司成本管理难度，公司储备一定量的澳洲羊毛作为安全库存，导致存货账面价值较大，存在因计提存货跌价准备而对经营业绩产生不利影响的风险。同时公司短期债务占比高，集中偿债压力较大。整体看来，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“智尚转债”的信用等级为AA-。

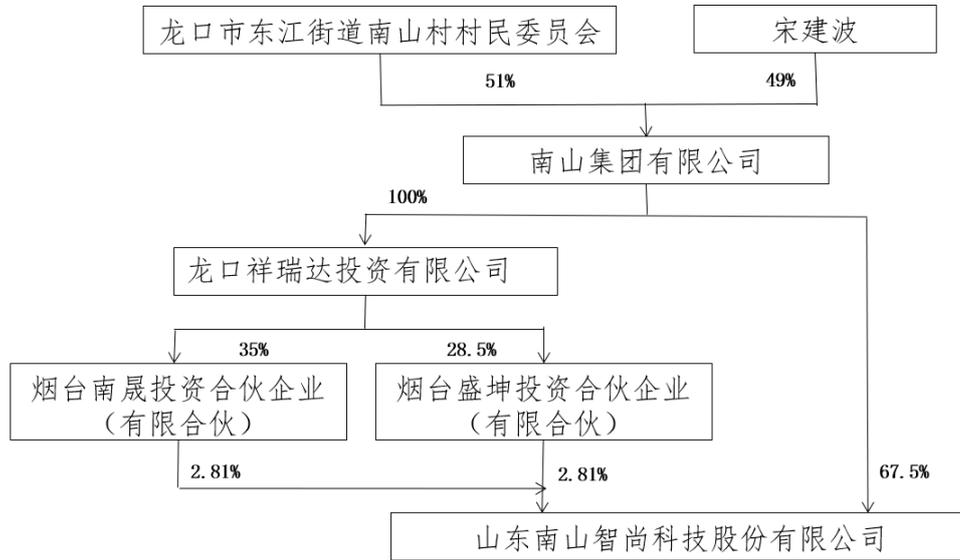
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	8.51	10.22	9.84	10.08
交易性金融资产	0.70	0.70	2.48	0.00
应收账款	2.13	1.82	1.67	1.98
存货	6.38	5.88	5.68	5.31
流动资产合计	18.83	19.83	20.57	18.34
固定资产	5.05	5.08	3.53	4.06
在建工程	5.06	4.44	0.82	0.01
无形资产	1.99	2.01	1.56	1.51
非流动资产合计	12.89	12.21	6.47	5.96
资产总计	31.72	32.04	27.04	24.30
短期借款	6.08	5.55	3.90	2.90
应付账款	2.19	2.21	2.09	1.70
应付票据	1.97	2.91	0.49	0.90
合同负债	0.61	0.72	1.16	0.88
应付职工薪酬	1.58	1.64	1.57	1.43
流动负债合计	12.85	13.45	10.10	8.38
负债合计	13.28	13.91	10.38	8.94
总债务	8.47	8.87	4.95	4.09
归母所有者权益	18.38	18.07	16.60	15.30
营业收入	3.26	16.34	14.92	13.58
营业利润	0.38	2.08	1.87	0.90
净利润	0.32	1.87	1.52	0.86
经营活动产生的现金流量净额	-1.01	2.33	2.52	3.70
投资活动产生的现金流量净额	-0.34	-5.34	-3.46	-0.16
筹资活动产生的现金流量净额	0.48	0.66	0.38	2.14
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA（亿元）	0.50	3.13	2.86	2.41
FFO（亿元）	0.38	2.03	1.33	0.90
净债务（亿元）	-1.07	-2.16	-6.79	-6.02
销售毛利率	32.77%	33.53%	34.17%	30.78%
EBITDA 利润率	-	19.17%	19.18%	17.73%
总资产回报率	-	7.85%	7.81%	4.97%
资产负债率	41.87%	43.43%	38.39%	36.81%
净债务/EBITDA	-	-0.69	-2.37	-2.50
EBITDA 利息保障倍数	-	14.98	20.26	13.39
总债务/总资本	31.47%	32.87%	22.90%	21.02%

FFO/净债务	-	-93.93%	-19.61%	-14.97%
速动比率	0.97	1.04	1.47	1.55
现金短期债务比	1.18	1.34	2.59	2.72

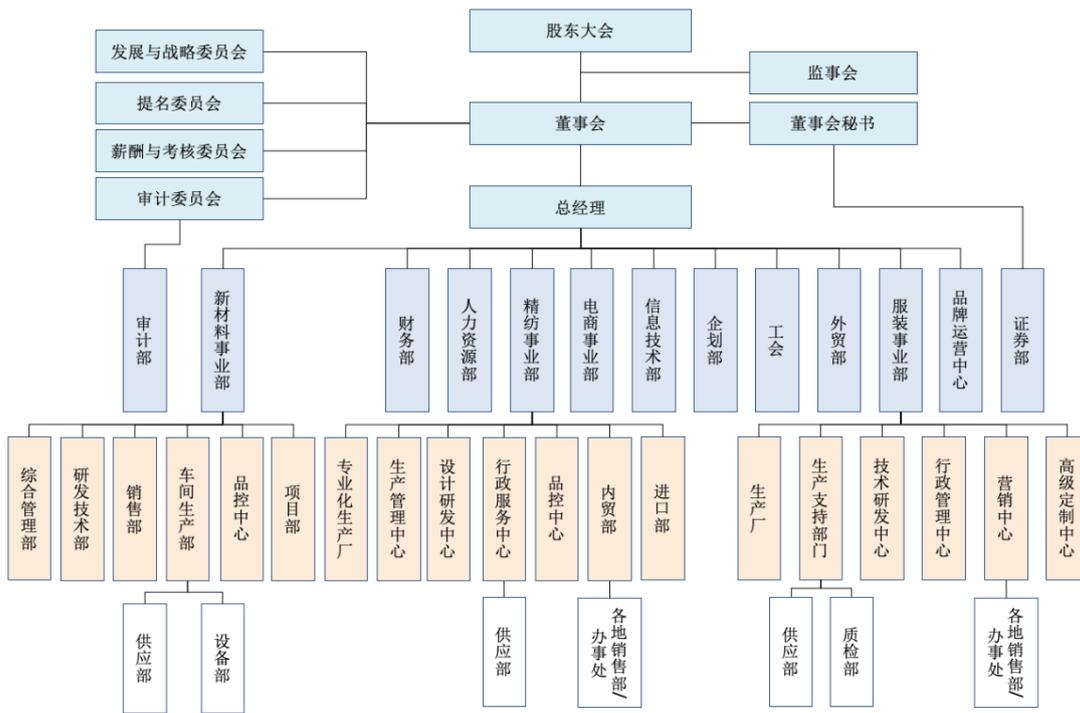
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023年3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	50,000.00	100.00%	服装、服饰、针纺织品的设计、生产、加工、批发零售等
山东贝塔尼服装有限公司	1,000.00	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	500.00	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	5,000.00	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	10,000.00	100.00%	纺织品、服装、化工产品、日用百货销售；自营和代理各类商品及技术的进出口业务等
上海南山智尚科技有限公司	10,000.00	100.00%	新材料技术推广服务；新材料技术研发等
南山自重堂防护科技有限公司	5,000.00	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：公司提供，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。