

信用等级公告

联合[2012] 004 号

安徽华茂纺织股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对安徽华茂纺织股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2012 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

安徽华茂纺织股份有限公司主体长期信用等级为 AA

安徽华茂纺织股份有限公司拟发行的 2012 年 9 亿元公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：王华伟

分析师：王华伟 罗昌明

二零一二年二月三日

地址：天津市和平曲阜道 80 号（300042）

电话：022-58356998

传真：022-58356989

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

安徽华茂纺织股份有限公司

2012 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA

发行人主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期发行规模: 不超过 9 亿元

债券期限: 5 年

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2012 年 2 月 3 日

主要财务数据:

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011.9
资产总额(亿元)	31.84	37.33	69.07	74.46
所有者权益(亿元)	14.58	16.35	39.71	33.54
长期债务(亿元)	4.27	4.92	4.36	15.64
全部债务(亿元)	13.08	16.69	18.17	32.81
营业收入(亿元)	14.79	15.81	19.56	19.03
净利润(亿元)	1.37	0.65	3.67	3.83
EBITDA(亿元)	2.91	2.97	7.18	5.02
经营性净现金流(亿元)	1.21	3.17	-1.14	-0.94
营业利润率(%)	7.54	8.24	15.39	11.06
净资产收益率(%)	8.47	4.21	13.08	10.46
资产负债率(%)	54.20	56.20	42.50	54.95
全部债务资本化比率(%)	47.29	50.52	31.39	49.45
流动比率	0.60	0.66	0.89	0.82
EBITDA 全部债务比	0.22	0.18	0.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.27	2.83	8.62	--
EBITDA/本期发债余额(倍)	0.32	0.33	0.80	--

注: 1. 公司的 2011 年 3 季度财务报告未经审计, 相关指标未年化;
2. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。

分析师

刘洪涛

电话 022-58356912

邮箱 liuhongtao@lianhecr.com

罗昌明

电话 010-52026885

邮箱 luochangming@lhcr.com

传真: 022-58356989

地址: 天津市和平区曲阜道 80 号 (300042)

Http: // www. lianhecreditrating. com. cn

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对安徽华茂纺织股份有限公司(以下简称“公司”或“华茂股份”)的评级反映了其作为国内知名棉纺生产企业, 发展历史长, 在纱线、坯布生产领域的领先地位, 以及其在政策支持、生产设备、原料采购、产品质量等方面的优势; 同时, 联合评级关注到国内纺织行业竞争激烈、棉花价格大幅波动给公司经营所带来的不确定性。

目前, 中国纺织品市场容量大, 发展前景良好。未来公司仍将以棉纺为主业, 并致力于往上游棉花供应、下游印染等方面扩展产业链, 同时积极拓宽产业投资领域, 公司有望继续保持其在棉纺生产领域的优势地位。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期公司债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 作为我国支柱产业的纺织工业受到国家政策的大力支持。国家级区域规划《皖江城市带承接产业转移示范区规划》明确把轻纺产业作为重点发展的支柱产业, 公司处于皖江城市带, 将从中受益。

2. 公司是中国较早的棉纺生产企业, 经营历史长、市场地位高、客户认可度高。

3. 公司主要研发和生产设备处于国内领先地位, 所生产的产品质量高且稳定。

4. 公司纺织产品主要面向国内外中高端客户, 市场需求稳定, 毛利率在同行业内保持较高水平。

关注

1. 主要原材料棉花的采购价格波动对公

司盈利的稳定性有一定的影响，对公司成本控制及营销管理提出了更高的要求。

2. 目前公司主要产品为纱线和坯布，产业链有待延伸。

3. 公司流动资产占比较低，短期支付压力较大。

4. 在公司所有者权益中占比较高的资本公积主要为公司持有的、以公允价值计量的广发证券股票，因其市场价格变动很大，对公司所有者权益的稳定性产生较大影响，值得关注。

信用评级报告声明

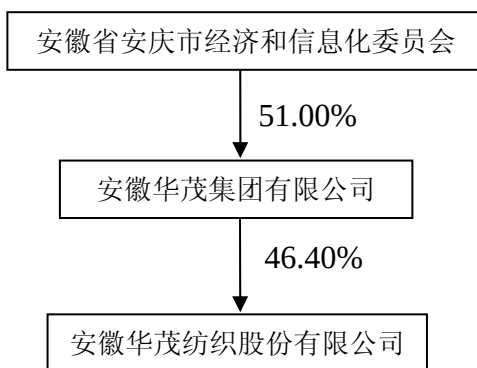
- 除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与安徽华茂纺织股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与安徽华茂纺织股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因安徽华茂纺织股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由安徽华茂纺织股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。
- 安徽华茂纺织股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

安徽华茂股份有限公司（以下简称“公司”或“华茂股份”）是经安徽省人民政府皖政秘[1998]83号文件批准，由安徽华茂集团有限公司（原安徽省安庆纺织厂）作为独家发起人，对其生产经营性资产及其相关债项进行重组，并通过募集方式组建设立的股份有限公司。经中国证监会证监发字[1998]169号、证监发字[1998]170号文批准，公司于1998年6月22日向社会公开发行人民币普通股5,000万股（其中公司职工股500万股），并于1998年7月10日在安徽省工商行政管理局注册登记，成立时注册资本为17,000万元。经深圳证券交易所深证发[1998]251号文审核同意，公司股票于1998年10月7日在深圳证券交易所上市交易，股票简称“华茂股份”，股票代码：“000850”。上市时公司总股本为17,000万股，其中流通股5,000万股。

历经转增股本、送红股、可转债转股等变更后，截至2011年9月30日，公司总股本94,366.50万股，其中安徽华茂集团有限公司（下称“华茂集团”）为公司第一大股东，持股比例46.40%，公司实际控制人为安徽省安庆市经济和信息化委员会（前身为安徽省安庆市国有资产监督管理委员会）（图1）。

图1 截至2011年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司属纺织行业，主要经营范围为棉、毛、麻、丝和人造纤维的纯、混纺纱线及其织物、针织品、服装、印染加工；纺织设备及配件、家用纺织品销售；投资经营管理。截至2011年9月底，公司下设一、二、三、五、六、七6个分厂，以及总经理办公室、物资处、经营计划处、劳动计划处、技术质量处、设备处、财务处7个职能部门（附件1）；拥有安徽省丰华纺织有限公司、大丰市华翔棉业有限公司、大丰市华达棉业有限公司、安徽华泰纺织有限公司、安徽华茂经纬新型纺织有限公司和安徽华茂产业投资有限公司等12个控股子公司（附件1）。截至2011年9月底，公司拥有在职员工5,287人。

截至2010年底，公司合并资产总额690,654.69万元，负债合计293,537.18万元，所有者权益（含少数股东权益）397,117.51万元。2010年公司实现营业收入195,578.13万元，净利润（含少数股东损益）36,669.12万元；经营活动产生的现金流量净额-11,376.60万元，现金及现金等价物净增加额12,897.39万元。

截至2011年9月底，公司合并资产总额744,563.45万元，负债合计409,140.46万元，所有者权益（含少数股东权益）335,422.99万元。2011年1~9月公司实现营业收入190,260.32万元，净利润（含少数股东损益）38,322.26万元；经营活动产生的现金流量净额-9,382.14万元，现金及现金等价物净增加额-6,463.17万元。

公司注册地址：安徽省安庆市纺织南路 80 号；法定代表人：詹灵芝。

二、本次债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“安徽华茂纺织股份有限公司 2012 年公司债券”，发行规模为不超过 9 亿元。本期债券存续期限为 5 年，债券存续期第 3 年末附发行人赎回选择权、发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券面值 100 元，按票面金额平价发行。本期债券采取网上与网下相结合的发行方式，本期债券存续期内前 3 年的票面利率将根据网下询价结果，由发行人与保荐人（主承销商）按照国家有关规定共同协商确定，本期债券存续期前 3 年的票面利率固定不变。本期债券每年付息一次，到期一次性还本。

2. 本期债券募集资金用途

经公司 2012 年第一次临时股东大会审议决定，本期公司债券发行募集的资金，在扣除发行费用后，其中 5.38 亿元用于偿还公司债务，剩余资金用于补充流动资金。

三、行业分析

公司主要从事棉纺产品的生产，按照国民经济行业分类，公司主要业务属于纺织行业下的棉纺织子行业。

1. 行业概况

纺织行业是我国国民经济的传统支柱产业和重要的民生产业，也是国际竞争优势明显的产业，在繁荣市场、扩大出口、创造税收、满足消费、吸纳就业、增加农民工收入、促进城镇化发展等方面发挥着重要作用

纺织行业是劳动密集型行业。2001 年中国加入 WTO 后，承接了欧、美、日、韩等多个纺织工业发达国家的产业转移，得益于劳动力成本方面的显著优势，中国纺织工业迅速增长，已成为全球纺织服装的生产和出口大国。中国纺织行业工业总产值从 2001 年的 9,626 亿元增加到了 2010 年的 25,735 亿元，年均增长率达 18.59%。分阶段看，“十五”期间，中国纺织行业的年均增长率为 20.99%。“十一五”期间，自 2005 年 7 月人民币汇率定价机制改革实施以来，由于人民币升值导致出口竞争力的减弱，中国纺织服装行业增速明显放缓。2009 年受人民币升值、劳动力成本上升和全球金融危机的影响，纺织服装行业景气程度显著下滑，增速降至 8.04%。2010 年，随着国际国内经济的逐步回暖，以及扩大内需和多项扶持政策的出台，纺织服装行业景气度开始企稳回升，主营业务收入及利润总额均出现恢复性增长。纵观“十一五”期间，虽然面临了诸多不利因素，中国纺织行业的年均增长率仍达到 14.75%。

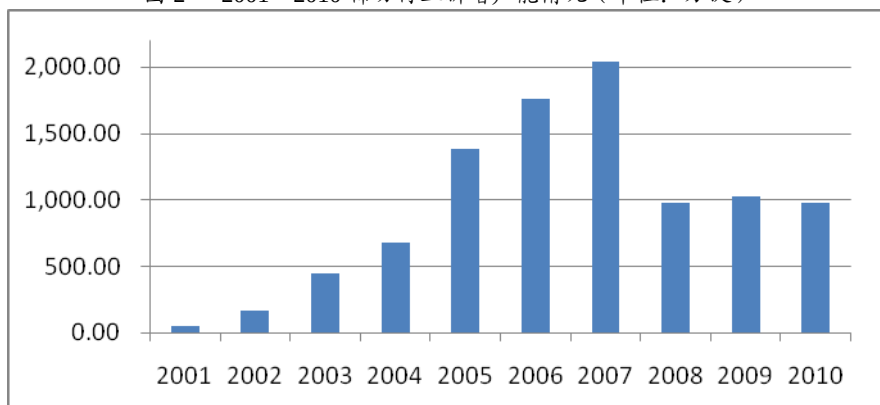
中国棉纺织行业是中国纺织工业的基础性行业，所生产的是纺织工业中针织、印染、家纺、服装及产业用纺织品等行业的前道产品。棉纺织行业持续稳定发展，可带动整个纺织工业竞争力的提高。

2000 年以来，棉纺织行业进入了一个高速发展期，经过多年的发展，企业户数快速增长，各项经济指标大幅提高。截止 2010 年，棉纺织行业规模以上企业数为 12,238 户，占全国纺织业的 22%；棉纺织行业主营业务收入、利润总额及工业总产值占全国纺织业 27%左右；按工业总产值

计算的规模以上企业劳动生产率，由 2005 年的 20 万元/人提高到 2010 年的 42 万元/人，说明行业技术应用水平不断提升，科技成果应用效果显著。

从产能情况来看，2008 年国际金融危机之前，棉纺行业产能保持快速增长（图 2），国际金融危机发生后，棉纺行业产能每年增长保持在 1,000 万锭左右。

图 2 2001~2010 棉纺行业新增产能情况（单位：万锭）



资料来源：Wind 资讯

2010 年，在国内外市场需求的拉动下，棉纺织行业的产量稳步增长。据国家统计局统计，2010 年我国规模以上企业累计纱产量 2,717 万吨、全社会累计布产量 800 亿米，分别比“十五”末（2005 年）增长 87.38% 和 70.12%。从出口情况来看，由于我国生产的棉纱线多用于国内生产棉制纺织品服装，因此出口增速相对较慢，2010 年我国棉纱线出口 52.51 万吨，较“十五”末（2005 年）增长 11.84%。

2. 行业竞争

在过去的十几年间，全球纺织行业产业链的低端加工能力快速从发达国家向发展中国家转移，而发达国家在高档面料、高档服装市场仍占有优势。目前西欧、北美和日本是世界纺织品服装的主要消费市场，而以中国为主的亚洲发展中国家则是世界纺织品服装的制造中心。

目前全球正逐步形成新的多层次的纺织产业竞争格局。其中，美国、欧盟、日本等主要纺织品服装市场以品牌经营为主，生产供应高科技、高附加值的产品；土耳其、墨西哥及我国等综合实力较强的发展中国家以贴牌加工为主，生产供应大批量、多品种、快交期、中等附加值的产品；越南、孟加拉国、斯里兰卡及洪都拉斯等生产成本低廉的进料加工为主，生产供应大批量、多品种、正常交期的低附加值产品。

全球的竞争格局造就了我国纺织行业的主要竞争特征：行业中存在大量的中小型企业、集中度较低、产能较为分散、行业竞争十分激烈，整体产业仍有待进一步升级。

从棉纺织行业来说，人民币的升值还有出口退税的变化使国内棉纺企业面临国际竞争优势减弱的趋势。同时，受原料、运输、劳动力等成本的影响，国内棉纺企业经营压力较大，竞争激烈。从竞争格局来看，山东魏桥创业集团有限公司、鲁泰集团和山东如意科技集团有限公司等大型棉纺企业拥有较完善的产业链条，在竞争中处于相对优势地位。在中国棉纺织行业协会和中国纺织工业协会统计中心联合开展的《2010 年中国棉纺织行业主要经济效益指标排名》中，华茂股份¹在其中三项指标全国 100 强企业排名中，分别位列第 22、32、30 名（表 1）。未来，国内棉纺企业

¹ 华茂集团的纺织业务全部集中在华茂股份。

的竞争将在科技进步、产业升级、结构调整、品牌建设、市场拓展等方面展开。

表 1 2010 年中国棉纺织行业主要经济效益指标排名

排名	主营业务收入	排名	出口交货值	排名	人均利税
1	山东魏桥创业集团有限公司	1	山东魏桥创业集团有限公司	1	许昌裕丰纺织有限公司
2	华芳集团棉纺有限公司	2	鲁泰集团	2	山东昊龙集团有限公司
3	百隆东方股份有限公司	3	广东溢达纺织有限公司	3	三阳纺织有限公司
4	天虹纺织集团有限公司	4	百隆东方股份有限公司	4	科尔集团有限公司
5	山东如意科技集团有限公司	5	孚日集团股份有限公司	5	黑牡丹（集团）股份有限公司
6	孚日集团股份有限公司	6	天虹纺织集团有限公司	6	山东华乐实业集团有限公司
7	华润纺织（集团）有限公司	7	三阳纺织有限公司	7	无锡市第一棉纺织厂
8	山东澳亚纺织有限公司	8	青岛纺联控股集团有限公司	8	浙江立马云山纺织股份有限公司
9	河南新野纺织股份有限公司	9	山东如意科技集团有限公司	9	运城市空港华雄纺织有限公司
10	鲁泰集团	10	山东昊龙集团有限公司	10	山东如意科技集团有限公司
22	安徽华茂集团有限公司	32	安徽华茂集团有限公司	30	安徽华茂集团有限公司

资料来源：中国棉纺织行业协会和中国纺织工业协会统计中心

3. 上游原料

棉花是纺织企业的主要原料，棉花及其他纤维成本一般占棉纺企业生产总成本的近70%，棉花价格是影响纺织企业发展的重要因素。自2008年四季度以来，棉花价格上演“反转”行情，逐步打开上升通道（图3）。2010年6月，棉花价格进行了阶段性回调，为下一步棉价爆发奠定了基础。2010年9月，新的棉花年度开始，在棉花产量预期降低和看涨心理的共同影响下，棉花价格出现暴涨，短短两个多月时间，棉价自18,000元/吨起步，接连突破2万、3万关口，至2010年11月11日，棉价触摸至31,302元/吨，最高涨幅达75%左右。随后展开一波快速调整，20日内跌幅高达17%。自2011年年初开始，棉价呈现倒“V”字行情。自年初的27,000元/吨左右一路上涨至3月8日的31,241元/吨，此后便一路掉头向下，2011年9月，新的棉花年度开始，棉价下跌趋势出现缓解。

图 3 国内 328 级棉花价格走势



从棉花供应量方面来看，仍呈现棉花供应短缺的情况，2011年度国内棉花产需缺口在440万吨左右。这种供求偏紧的局面在2011年9月份之后，随着新棉花年度到来而有所缓解。

从大环境来讲，全球棉花库存仍处于历史偏低水平，根据美国农业部的统计，2010年棉花年度库存消费比只有36%，这是全球15年来的最低，而且期末库存低于1,000万吨以下。2010年末中国的棉花库存水平是189万吨，也是十几年来的最低水平，库存消费比只有18%，基本是90年代到

现在的最低水平。

目前，欧债危机仍在蔓延，同时美国的经济状况虽然在逐步恢复，但效果难以在短期内显现，鉴于欧美这些主要纺织品进口国未来需求形势的不确定性，因此，虽然目前棉价已经告别了相对高价区间，但下游需求状况将在很大程度上左右未来的棉价走势。

4. 下游产品销售

棉纺织行业作为纺织工业的基础，所生产的产品是纺织工业中针织、印染、家纺、服装及产业用纺织品等行业的前道产品，因此棉纺织产品的销售与下游产品的销售状况息息相关。

由于国际金融危机，欧美等主要发达经济体失业率维持高位，居民消费能力下降，导致2008年、2009年我国纺织服装出口低迷。2009年全年出口额1,670.33亿美元，同比2008年下降9.82%。随着经济不断回暖，2010年我国纺织服装出口呈明显反弹趋势，2010年纺织出口2,120亿美元，与上年同比增长23.76%。2011年1-8月我国纺织品服装累计出口1,631.63亿美元，同比增长25.72%。其中，纺织品出口629.59亿美元，同比增长27.18%；服装及其附件出口1,002.05亿美元，同比增长24.82%。

与出口相比，国内纺织服装消费下滑的时间短，恢复速度快，增长幅度更大。2010年，限额以上企业服装纺织品零售额为5,874亿元，同比增长24.8%；2011年1-11月，限额以上企业服装纺织品零售额为7,005亿元，同比增长23.9%。

从区域划分来看，一方面，目前我国城乡之间的服装消费差距明显，城乡居民的消费结构和消费能力均存在巨大差异，据2010年第六次全国人口普查主要数据公报显示，目前全国居住在城镇的人口为66,557万人，占总人口的49.68%，同2000年相比，城镇人口比重上升13.46个百分点。城镇化进程的推进将催生大量的服装消费；另一方面，国内不同区域间的服装消费也存在较大差异，一线城市、东部沿海地区与中西部地区的人均衣着类支出差异较大，该差异化与人均GDP数量有直接关系，随着国家西部大开发和中部崛起进程的推进，中西部地区GDP增速已开始超过东部沿海地区，地区间经济实力差距逐步缩小，中西部地区服装消费需求潜力巨大

5. 行业关注

(1) 棉花价格受行业供需等因素的影响，近年来出现大幅上涨的局面。棉花价格的上涨通过产业链不断传导，使整个纺织产业都面临不断加大的成本压力。而纺织品属于生活必需品，消费者对于价格的变化非常敏感，因此国内外终端市场消费价格上升的空间比较有限。因此棉价价格的持续上升会进一步压缩纺织企业的利润，给纺织企业的生产经营造成突出的影响。

(2) 通货膨胀程度的加剧加大了居民工资水平上调的压力。中国纺织行业作为典型的劳动密集型行业，随着劳动力成本的不断上涨，纺织服装生产企业产品生产成本上升，从而影响产品的竞争力。从外部竞争环境来看，周边东南亚国家凭借低廉的劳动力及政府扶持措施，大力发展纺织服装加工出口，在中低档纺织服装领域逐渐成为中国有力的竞争者。

(3) 人民币升值加大出口压力。中国纺织行业外向型企业较多，出口规模较大，但由于品牌文化、技术实力、设计能力等方面同发达的国家相比存在较大差距，整体产品附加值相对较低，出口竞争力主要依靠成本优势。自2005年7月汇率形成机制改革以来，人民币对美元的汇率逐年呈升值趋势。中国的纺织产品出口比重较大，且很大一部分是以美元计价，人民币对美元的升值必然会抬高出口纺织产品的价格，削弱该出口产品竞争力，导致纺织产品的外贸收入大幅减少，从而对全行业的出口业绩造成较大负面影响。

(4) 国际市场需求恢复有限。2010年，国际市场从金融危机后的低谷回升以及进口商库存短

期需求增加等因素对纺织行业出口回升起到了积极的带动作用。但与此同时，欧盟主权债务危机等新的不利因素显现，美、欧、日等发达经济体的就业情况改善缓慢，失业率持续处于历史高位，制约了纺织产品消费需求的恢复速度。

6. 行业政策

（1）国家“十二五”规划

根据国家披露的“十二五”发展的多项主要目标中，提高居民收入作为重中之重，同时明确指出了扩大内需和消费，加快城镇化建设。2011年3月16日发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》指出：2011年到2015年，国内生产总值年均增长7%，城镇新增就业4,500万人，城镇登记失业率控制在5%以内，城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别年均增长7%以上，明确规定收入增幅超过GDP增幅。同时，纲要指出，“十二五”期间，国家进一步进行结构调整，居民消费率上升，城镇化率提高4个百分点，城乡区域发展的协调性进一步增强。

工信部近日发布《纺织工业“十二五”规划》，该规划结合国家“十二五”发展规划纲要以及东北老工业振兴战略等一系列地方产业政策，明确提出了“十二五”期间，纺织工业要发展成为结构优化、技术先进、绿色环保、附加值高、吸纳就业能力强的现代工业体系，为实现纺织工业强国奠定更加坚实的基础。规划对我国纺织服装行业面临的形势和下一阶段要求做了深入的剖析，明确了“十二五”期间纺织服装行业发展的指导思想和工作重心，并就行业增长、产业结构调整、创新技术、品牌建设和节能减排等方面提出了进一步的要求。

纺织服装是国民经济的基础产业之一，也是中国大宗出口商品之一，在国际上具有较强的竞争力，是中国政策鼓励发展的产业。由于中国人口密集，发展服装产业及服装辅料产业有利于解决大量劳动力的就业，有利于满足人们不断增长的生活需求。中国纺织工业协会副会长孙瑞哲在第十四届海峡两岸纺织服装博览会暨2011休闲服装博览会表示：纺织行业“十二五”规划将中国纺织工业定义为“国民经济支柱产业”、“重要的民生产业”以及“国际竞争优势明显的产业”。

“十二五”期间，纺织工业还将成为“战略性新兴产业的重要组成部分”以及“时尚产业的重要推动力量”。

（2）纺织工业振兴规划

2009年2月，国务院常务会议审议并原则通过了《纺织工业振兴规划》，振兴规划主要涉及：统筹国际国内两个市场，积极扩大消费；加强技术改造和自主品牌建设，重点支持纺纱织造、印染、化纤等行业技术进步；加快淘汰落后产能，制定和完善准入条件，淘汰能耗高、污染重等落后生产工艺和设备；优化区域布局，推动和引导纺织服装加工企业向中西部转移；加大财税金融支持，将纺织品服装出口退税率由14%提高至15%（后又提高至16%）。

（3）出口退税

由于纺织行业出口依赖性较强，因此出口退税政策对于纺织行业企业的赢利能力以及其在国际市场上议价能力均会造成重大影响。2008年8月以来，我国政府已经连续四次上调纺织品、服装的出口退税率，从最初的11%上调至目前的16%。出口退税政策在短期刺激了企业生产的积极性、一定程度上增加了出口竞争力，但却受到如贸易保护主义、人民币汇率坚挺等因素的制约，短期效果很难延续到长期。

（4）金融支持

2009年4月份出台的《纺织工业调整和振兴规划》中明确提出：对一些基本面较好、带动就

业明显、信用记录较好、无严重环境违法行为、有竞争力、有市场、有订单但暂时出现经营和财务困难的纺织企业，金融机构要加大信贷支持力度，允许将到期的贷款适当展期；认真落实《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126号），放宽中小纺织企业贷款呆账核销条件，简化税务部门审核金融机构呆账核销手续和程序，对中小纺织企业贷款实行税前全额拨备和提供风险补偿。支持符合条件的企业发行公司债券、企业债券、中小企业集合债券、短期融资券等，简化审批程序，拓展企业融资渠道；中央和地方财政要加大对资质好、管理规范中小企业信用担保机构的支持力度，鼓励担保机构为中小纺织企业提供信用担保和融资服务。一系列金融支持政策将有效促进纺织产业的结构调整和产业升级。

7. 未来发展

国内消费是未来纺织行业发展的主要推动力。国内经济受全球金融危机影响相对较小，居民对未来预期及消费意愿逐步走强，未来纺织行业重心将逐步转移至国内，中长期看国内纺织品消费市场将是未来行业发展的主要推动力。

中国居民收入的提高使消费能力大幅提高。按照发达国家经验，人均收入超过3,000美元消费将进入新的提升阶段。2008~2010年，中国城镇居民人均可支配收入水平获得整体提升，年均复合增长10.04%，三年来分别为1.58万元、1.72万元、1.91万元；在衣着方面，城镇居民人均年度消费支出年均复合增长11.30%，截至2010年，达到了1,444.34元，同比增长12.47%。考虑到城乡居民在服装消费能力上的巨大差异，城镇化的进程将催生大量的服装消费需求。

随着经济发展、消费升级，消费者对品牌的青睐是必然趋势，也将促使国内纺织行业由制造加工业型向技术创新、品牌零售转变。

总体看，中国纺织服装行业已进入平稳发展期，但受竞争激烈、成本压力等不利因素影响，其发展环境仍较为严峻。预计未来纺织行业将进入新一轮洗牌周期，在这一阶段中，拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司发展历史长，并连续 36 年保持盈利，在棉纺织行业内竞争力较强

公司是拥有 50 多年发展历史的国有控股企业，目前具备年产 5.5 万吨纱线和 7,500 万米坯布的生产能力。多年来公司坚持精品发展道路，在市场、质量、技术和管理等方面形成了较强的竞争优势，自 2003 年国家纺织工业引入竞争力测评以来，公司已连续 7 年跻身全国棉纺织业前 20 强。截止目前，公司已连续 36 年保持赢利，综合经济效益多年稳居棉纺行业前列。作为中国纺织工业“排头兵企业”和“十大品牌文化”企业，公司被国务院确定为 520 户国家重点企业之一。公司于 2007 年成为首家被中国棉纺织工业协会授予“中国棉纺织精品生产基地”称号的企业，在棉纺织行业内的竞争优势明显。

质量高且稳定的主导产品已成为公司参与市场竞争的重要优势

公司执行以质量为中心的经营战略，产品内控质量标准高于国家规定的质量标准。公司先后获得 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、GB/T28001 职业健康安全管理体系认证、ISO10012 计量检测管理体系认证和有机棉认证，同时是国内较早通过国际标准化组织管理体系认证的企业。2006 年以来，公司主导产品的一等品率均保持在 99% 以上，稳定的高质量产品得到了以国内外知名企业为主的客户的认可，纱线和坯布产品双双荣获“中国名牌产品”、“全

国用户满意产品”等荣誉。目前，质量高且稳定的主导产品已成为公司参与市场竞争的重要优势。

公司产品不断创新，以适应市场需求变化，有效提升了公司的市场竞争力

公司重视产品的市场需求和结构优化，在棉纺织产品长期供大于求的状况下，公司依靠生产高难度品种的技术掌握了高端市场。近两年来，在全国纺织新产品开发年会上，公司的高支紧密纺竹节纱、长绒棉亚麻混纺线、天丝、莫代尔混纺纱、棉强捻小方格布、有机棉长绒棉高支平布等 15 个新品种系列先后荣获“优秀创新奖”、“优秀设计奖”和“优秀创意奖”；双层弹力布入围 07/08 秋冬“中国流行面料”；精梳 175-200 支纱线系列、175 支紧密纺纱线系列和金属丝府绸面料系列等 22 个自主创新产品分别获得“安徽省科技成果奖”和“安徽省科技成果新产品”鉴定。同时，公司荣获中国纺织工业协会颁发的“产品开发贡献奖”。品种的不断推陈出新，在一定程度上避免了公司产品结构单一的风险，同时促进技术不断进步，有效提升了公司的市场竞争力。

综合来看，公司发展历史长，在中国棉纺行业处于领先地位，质量高且稳定的主导产品已成为公司参与市场竞争的重要优势。

2. 技术及装备工艺水平

公司重视新产品、新材料和新纤维的创新，积累了一批创新成果，有助于提高公司产品的市场竞争能力

公司依托本企业的国家级技术中心，以客户需求为导向，大力开发新产品、新材料和新纤维，在技术创新中形成了一批创新成果。公司于 2003 年成功开发出 200 支和 240 支的纱线品种，不仅填补了国内空白，而且提高了公司产品附加值。2009~2010 年公司共开发新品种 2,316 个，其中“高支紧密纺竹节纱”获 2009 年全国色织布“创意设计奖”；多组份/多元素纤维素系列品种织物、涤棉抗静电斜纹类工装部系列二大系列 12 个新品种获安徽省新产品认定。2010 年，公司在已获得 17 项国家专利基础上，又有 8 项专利技术获国家申报受理。公司较强的新产品创新能力有助于提高公司产品的市场竞争能力，巩固并拓展市场份额。

公司生产工艺高于全国平均水平

通过不断的技术创新及改造，公司的各项生产工艺水平均优于全国平均水平，截至 2010 年末，公司无梭布比重及无结头纱比重均为 100%，精梳纱比重达到 77.20%，远高于全国平均水平；公司无卷化率也高于全国平均水平；纱线万锭用工人数最低可达 30 人，织机百台用工人数最低可达 13 人，大幅低于全国平均水平。较高的工艺水平，使公司产品达到国际先进水平，从 Uster2007 公报来看，公司主要成纱指标均达到 5~25% 的国际先进水平，坯布按美国四分制检验一等品率达到了 80% 以上的国际较高标准。

公司拥有国内外先进的研发和生产技术装备，保证了新产品的研发和产品质量的稳定

公司配置了具有世界一流水平的 HVI1000 大容量测试仪、AIFS 单纤维测试仪、Uster 条干仪、Classimat 纱疵分级仪等具有国际先进水平的检、试验仪器，确保从原料、半成品到纱线的质量检测和控制，使公司产品密切追踪国际先进水平，有效保持新产品的研发优势。

先进的生产技术装备是实现高标准、稳定质量的必备条件，为此公司早在 2006 年即完成了无梭织机改造及部分关键工序的技术改造。随后，为满足国际国内市场对高端产品的需求，公司又陆续引进了国际先进水平的纺纱设备，包括德国 K45、日本丰田紧密纺细纱机，瑞士 E65 精梳机、意大利细络联和松式络筒机等先进设备。截至 2010 年末，公司拥有精梳机 320 台、自动络筒机 219 台、无梭织机 1,054 台以及细纱机 912 台。

综合来看，公司新产品的研发实力强，研发和生产设备先进，生产工艺处于国内领先水平，

技术优势明显。

3. 人员素质

公司董事长詹灵芝女士，现年 57 岁，在职研究生学历，工程师。曾任安庆纺织厂车间团总支副书记、生技科实验室负责人、生产科党支部书记、第一副厂长，安徽华茂纺织股份有限公司董事、副总经理、总经理。现任安徽华茂集团有限公司董事长、总经理、党委书记、安徽华茂纺织股份有限公司董事长。

公司董事兼总经理王功著先生，现年 57 岁，大学学历，经济师。1976 年参加工作，历任安庆纺织厂办公室副主任、主任、副厂长，安徽华茂纺织股份有限公司董事、董事会秘书、副总经理。现任安徽华茂纺织股份有限公司董事、总经理。

截至 2011 年 9 月 30 日，公司拥有在职员工 5,287 人，其中生产人员占 93.59%、销售人员占 0.49%，技术人员占 3.16%，财务及行政人员占 2.76%。从文化程度看，公司初中及以下学历占 61.47%，中专、中技和高中学历占 31.25%，大专及以上学历占 7.28%。

总体看，公司主要高级管理人员均拥有丰富的纺织行业工作背景和管理经验，对行业发展趋势和公司经营驾驭能力较强，管理水平较高。公司员工以生产人员为主，文化程度偏低，符合纺织行业特点。

4. 区位优势

2010 年 1 月，国家级区域规划《皖江城市带承接产业转移示范区规划》获得国务院批准，明确把包括轻纺产业在内的六大产业作为重点发展的支柱产业，并以现有的产业园区为基础，推动园区的规范、集约、特色化发展，突破行政区划制约，在皖江沿岸适宜开发地区高水平地规划建设承接产业转移的集中区，以适应产业大规模、集群式转移的趋势。为保障规划的顺利实施，使区域战略尽快落实见效，安徽省政府下发《中共安徽省委安徽省人民政府关于加快推进皖江城市带承接产业转移示范区建设的若干意见》（皖发〔2010〕10 号），明确指出将对示范区在投资、财税、金融、土地、对外开放等各方面给予政策支持。皖江城市带包括合肥、芜湖、马鞍山、铜陵、安庆、池州、巢湖、滁州、宣城九市，以及六安市的金安区和舒城县，其中安庆、芜湖、马鞍山、铜陵、六安等将建成沿江纺织服装基地，位于安庆市的华茂股份等纺织企业将从中受益。

公司所在地安徽省是我国棉花种植大省之一，安徽省土地肥沃，雨水适量，日晒条件优良，棉花质量优良。近两年随着棉花价格的不断上升，安徽省棉花种植面积也不断增加，据国家统计局安徽调查总队对安徽省 31 个县 319 个村 3,190 个农户开展的农作物种植意向调查显示，棉花种植面积呈增长趋势，这为公司原材料采购提供便利。

此外，安徽省劳动力密集，劳动力成本相对较低，能在很大程度上满足纺织企业劳动力密集型的需求，并在一定程度上节约了人工成本。

5. 政策支持

公司作为安徽省国有棉纺龙头企业，经过多年发展，对地方财政、带动就业、城市宣传发挥了突出的贡献，历来受到省市一级政府的大力扶持。一方面，政府给予了土地使用权的最优惠待遇，给旧厂区的迁移及几大工业园区的入驻解除了后顾之忧；另一方面，各大银行对公司在贷款利率下调等方面也提供了极大的支持；随着政府支持力度的加大，公司获得的政府补贴逐年增长，2009 年和 2010 年度公司获得的政府补助分别为 312.04 万元和 3,273.52 万元。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》等法律法规要求规范运作，严格执行《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等规章制度。公司建立了股东大会、董事会、监事会和经理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

股东大会是公司的权力机构，董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会由 9 名成员组成，其中 4 名为独立董事。董事会负责制定公司经营计划、投资和利润分配方案。董事会设董事长 1 人，由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司监事会由 5 名监事组成，监事会设监事会主席 1 名，由半数以上监事选举产生。公司设总经理 1 名，由董事长提名，董事会聘任或解聘，总经理全面负责公司日常经营运作和控制管理，对董事会负责。

总体看，公司法人治理结构比较完善。

2. 管理体制

公司下设一、二、三、五、六、七 6 个分厂，以及总经理办公室、物资处、经营计划处、劳动计划处、技术质量处、设备处、财务处 7 个职能部门；拥有安徽省丰华纺织有限公司、大丰市华翔棉业有限公司、大丰市华达棉业有限公司、安徽华泰纺织有限公司等 12 个控股子公司。公司各部门分工明确，对下属企业的对应部门进行专业指导、监督及业务支持，统一执行公司颁布的各项规范制度，在公司整体发展战略规划的基础上，各下属子公司建立了相应的经营计划和内部控制制度，完善自身管理。

资金内部控制方面，公司建立并执行《资金内部控制制度》，就库存现金限额、现金收支、盘点库存和核对银行账户做了严格的规定，并督促、检查本公司有关人员核对银行账户、盘点库存现金。

采购管理方面，公司制定并执行《采购与付款内部控制制度》，采用“集中采购”的原则，物资采购统一由物资部门办理，其他部门一律不得自行采购本部门所需的物资。公司对供应商、原材料价格、质量和货款支付等环节有严格要求。物资使用部门应根据年度计划按月向物资部门报送本部门的物资使用计划，经物资部门负责人签字批准后进行采购。

成本与费用方面，公司制定并执行《成本与费用内部控制制度》。公司的成本费用预算方案每年末由财务部门负责组织，各相关部门参与编制，预算方案报经公司董事会或总经理办公会审议；成本费用的列支，必须取得正式发票或其他符合有关会计法规和财务制度规定的有效凭据；成本费用核算坚持权责发生制原则，不应以估计成本、计划成本、定额成本代替实际成本。

销售与收款方面，公司制定并执行《销售与收款内部控制制度》。销售部门负责产品的定价，对大宗合同定价须价格委员会确定；销售发票由销售部门开具；公司销售的会计核算业务由财务部门统一办理，收取货款、发票签章、开具出门证，并负责对应应收账款进行管理；公司的产品销售货款催收工作由销售部门负责，并负责对催收情况进行统计、总结、分析；销售退回必须经销售主管审批后方可执行。

对外投资方面，公司制定并执行《对外投资内部控制制度》。董事会在股东大会授权范围内，决定公司对外投资项目；重大投资项目，依据公司章程规定由董事会确定投资方案，提交股东大会审议批准后实施；公司财务及相关部门负责办理公司对外投资具体业务。其他部门未经授权一律不得办理投资业务；安排专门人员办理对外投资业务，办理对外投资业务的人员具备良好的职业道德，掌握金融、投资、财会、法律等方面的专业知识；公司根据对外投资类型制定相应的业

务流程，明确对外投资中主要业务环节的责任人员、风险点和控制措施等；公司应当指定专门的部门或人员对投资项目进行跟踪管理，掌握被投资企业的财务状况、经营情况和现金流量，发现异常情况，应当及时向有关部门和领导报告，并采取相应措施。

对外担保方面，公司制定并执行《对外担保内部控制制度》。对外提供担保必须根据公司章程规定的权限经董事会、股东大会批准。须股东大会批准的应由董事会提出议案并报股东大会批准；公司建立并严格执行“谁决策、谁负责”的担保责任制度，将担保事项与决策责任人的经济利益挂起钩来，促使决策责任人审慎决策，防范担保风险。

子公司方面，公司制定并执行《子公司内部控制制度》。母公司人事部门负责拟定子公司的高层管理者人选，并报董事会或总经理办公会审批，与相关部门一起考核子公司管理层的经营业绩；子公司根据母公司下达的目标任务制定本公司经营目标；确定管理层人选及部门结构；制定公司经营计划；进行授权范围内决策；子公司确定的管理层人选及部门结构；公司经营计划须报母公司批准；母公司应当建立子公司业务授权审批制度，在子公司章程中明确约定子公司的业务范围和审批权限。

关联交易方面，公司制定并执行《关联交易制度》。公司与关联方之间发生关联交易不能影响公司的独立性；公司与关联方之间的购销及服务关系，不能存在被控制的情况。各项关联交易定价和结算方式，均以市场公允价格为基础，体现协商一致、公平交易的原则，不能发生存在损害公司和股东利益的情形；公司与各关联方严格依照有关法律法规的规定，开展业务往来。

综合看，公司法人治理结构较为完善，运作规范，各项规章制度比较健全。

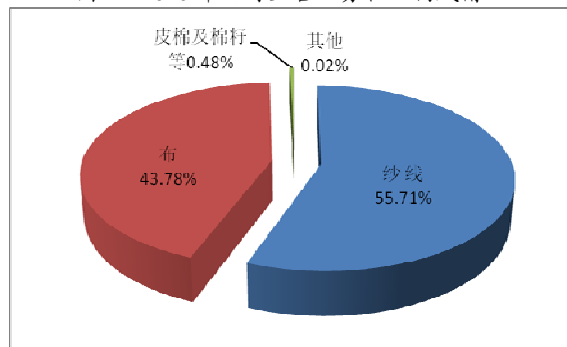
六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务属纺织行业，同时积极从事产业投资（详见本经营分析的“投资业务”部分）。

公司在纺织行业中属于棉、化纤纺织细分行业，处于行业中上游位置，主要产品为纱线（纯棉及混纺）和坯布，其中纱线产品包括精梳纱、普梳纱和 OE 纱，坯布产品主要是以白坯布为主。公司纱线下游企业主要为纺织及针织企业，而坯布下游企业主要为纺织、印染及服装企业。从图 4 可以看出，公司 2010 年主营业务收入中高档纱线和坯布面料占绝对主导地位，在主营业务收入中合计占比为 99.49%，其余皮棉及棉籽、下脚料等销售收入，仅占 0.50%。

图 4 2010 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司年报

从经营情况看，2008～2009 年全球金融危机，给纺织行业造成巨大冲击，我国纺织行业困难重重，外需低迷、出口下滑、产能过剩、竞争恶化；而同时原料、劳动力及能源成本却大幅提高，

使得纺织企业受生产和销售两头受压，经营压力沉重。公司凭借多年行业经验和品牌声誉，坚持走中高端市场路线，避开了低端市场的恶性竞争，使得销售收入仍获得了增长，在行业内实属难能可贵。2010 年全球经济回暖以及国内纺织品需求旺盛（下游补库存），公司销售规模取得进一步增长。2008 年~2010 年分别实现主营业务收入 130,629.38 万元、153,111.80 万元和 186,517.19 万元，年均增长 19.49%。

从盈利情况看，2008~2009 年，受金融危机影响纺织品需求下降，带动纺织品价格下行，使得毛利率从 2007 年的 14.53% 分别下降至 8.75% 和 8.63%。2010 年随着纺织行业景气度回升，公司主营业务实现毛利润 29,129.75 万元，综合毛利率达到 15.62%（表 2），较 2009 年大幅提升了 6.99 个百分点（其中纱线毛利率显著提升）。其中有三个方面原因，一是经济回暖带动市场需求复苏；二是近年国内、国际棉供需失衡导致棉价大幅上涨，受价格传导效应公司纱布价格随之上涨。三是公司凭借敏锐的市场判断力，在 2009 年末及 2010 年初，提前做好了棉花储备，获得了低成本优势，进一步提升了盈利空间。

表 2 2008 年~2010 年主营业务收入及成本构成情况

单位：万元

项目	2008 年			2009 年			2010 年		
	主营业务收入	主营业务成本	毛利率(%)	主营业务收入	主营业务成本	毛利率(%)	主营业务收入	主营业务成本	毛利率(%)
纱、线	77,943.90	70,124.38	10.03	90,060.71	80,598.94	10.51	103,917.26	82,044.53	21.05
坯布	51,447.39	48,059.85	6.58	60,800.52	57,378.69	5.63	81,665.89	74,510.04	8.76
皮棉及棉籽	1,200.95	991.97	17.40	2,192.06	1,900.63	13.29	899.94	823.82	8.46
其他	37.14	17.78	52.13	58.51	16.69	71.47	34.11	9.04	73.50
合计	130,629.38	119,193.98	8.75	153,111.80	139,894.95	8.63	186,517.19	157,387.44	15.62

资料来源：公司年报

从营业收入的地区分布来看，公司产品以内销为主，占比在 80% 以上。公司的国内客户主要分布在福建、广东、江苏、浙江、河北等地，国际客户主要分布在香港、日本、意大利等地区。近两年，海外市场复苏相对缓慢，而国内经济快速复苏，公司积极开拓国内市场。

2011 年公司积极应对世界经济增长放缓、人民币升值、棉花等原料价格大幅波动、劳动力和能源成本上涨等诸多不利因素影响，坚持走“精品+品牌”的中高端市场路线，不断提升科技、管理和营销水平，保证了当期生产、出口及利润实现平稳增长，2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 190,260.32 万元、营业毛利润 22,157.59 万元。未来，公司出口仍会有一定增长，但内需对营业收入增长的支撑作用更强。

2. 原料采购

公司原材料包括棉花、涤纶短纤及其他天然和化学纤维，其中棉花是最主要的原材料，在原材料成本中占比约 85-95%，在总成本中占比约 70-80%，棉花价格波动成为影响纺织行业盈利的决定性因素。2008~2009 年，受金融危机影响，纺织品需求低迷订单大幅减少，由于公司采取以销定产的经营模式，棉花采购量相应减少，年均不到 5 万吨（表 2）。2010 年需求复苏采购量大幅增加，公司采购的棉花达 63,100 吨。由于棉花属于季节性农产品，采购时间一般集中于每年的 10 月份至次年的 4 月份。

公司原料棉通过国内采购和国外进口两种渠道以现货市场价格购入，国内采购地主要为新疆

地区，国外进口主要来自美国。2008~2010 年 80%以上棉花从国内采购（表 3），虽然公司有较强意愿提高国外采购份额，但由于国内棉花进口配额限制原因，目前国外采购量占比不到 20%。目前，公司正常情况下维持 1-3 月生产所需的棉花库存量以保障生产。

表 3 2008 年~2010 年公司棉花采购情况

项 目	2008 年	2009 年	2010 年
总采购量（吨）	48,011	48,749	63,100
其中：国内（吨）	40,931	44,367	50,700
国外（吨）	7,080	4,382	12,400
均价：国内（元/吨）	14,360	13,650	21,902
国外（元/吨）	14,180	13,702	23,415

资料来源：公司提供

公司实行“集中采购”的原则，物料采购统一由物资部门办理，包括分厂及控股子公司也由母公司统筹安排。公司一方面密切关注棉花市场价格波动情况，坚持择优、择廉采购；另一方面，以资本为纽带，加快棉花基地建设。新疆作为中国产棉大省，产量占全国 40%左右，且品质、一致性、可纺性都保持了较高水平，是最主要的原料采购基地。为了直接从源头进货，降低原材料成本，2010 年公司与新疆生产建设兵团农一师共同出资 1 亿元（各占 50%股权），成立新疆华茂阿拉尔纺织有限公司；同年 12 月公司受让新疆库尔勒利华棉业有限责任公司 35%股权。尽管棉花供应量的下滑和价格的持续上涨，压缩了纺织行业盈利空间，但公司因与新疆主要棉花供应商有长期合作协议，使得公司在一定程度上缓解了采购成本压力，在同行业中处于相对有利地位。

由于公司对棉花品质要求较高，而采购区域集中在新疆地区，因而采购集中度较高。2010 年，公司前五位供应商采购占比为 42.42%（表 4）。

表 4 2010 年公司前五大供应商

	采购额（万元）	采购占比（%）
1、新疆生产建设兵团农一师棉麻公司	15,554.44	12.73
2、新疆生产建设兵团供销银花有限责任公司	11,964.67	9.79
3、阿克苏三鑫商贸有限责任公司	11,584.08	9.48
4、阿瓦提县振华棉业有限责任公司	9,244.63	7.56
5、库尔勒利华棉业有限责任公司	3,492.26	2.86

资料来源：公司提供

在采购结算方式上，2009 年公司大量增加了与供应商之间的票据结算，目的是通过加大对票据融资的运用，降低财务费用。2010 年，原棉价格大幅上涨，原棉供应紧张，为了保证对高品质棉花的需求，在采购资金支付上多以现款或预付款方式结算。

3. 生产经营

公司现生产纯棉纱线、混纺纱线、氨纶弹力包芯纱线和烧毛丝光染色纱线等系列、直贡布系列、提花布系列、防羽布系列、竹节布系列、生物工程过滤布系列、无纺布系列等产品。其中精梳 330 支、240 支、200 支纱线、丝光烧毛线、双层弹力布、新型涤长丝弹力纤维交织布等品种的开发，拉动了出口销售的增长，使公司的“精品+品牌”效应不断显现。

公司主要根据订单情况安排生产，公司建立了从原材料、半成品、成品、包装以及售后服务一整套严格的质量管理体系，公司主营产品的一等品率均保持在 99%以上。2008~2010 年纱线和

坯布的产能利用率都超过 100%，原因是公司通过技术改造（如缩短设备停台时间、降低纱线断头率、减少人工干预等），使产量连续突破产能。2008 年~2010 年，公司纱线和坯布产量逐年提高（表 5），2010 年生产纱线 5.6 万吨，坯布 7,700.00 万米。

表 5 2008 年~2010 年主要产品生产情况

产品	项目	2008 年	2009 年	2010 年
纱线（万吨）	产能	4.65	5.00	5.50
	产量	5.08	5.62	5.60
	产能利用率	109.25%	112.40%	101.82%
坯布（万米）	产能	6,100	7,200	7,500
	产量	6,380	7,528	7,700
	产能利用率	104.59%	104.56%	102.67%

资料来源：公司提供

4. 产品销售

公司产品全部采取直销方式，由于采取以销定产的生产方式，因此公司产品的产销率较高。公司产品以高档次、高质量、高附加值而享誉国内外，产品供不应求。公司产品直接和法国鳄鱼、登喜路、皮尔卡丹、华伦天奴、雅戈尔等国际国内众多知名品牌配套，部分产品远销日本、韩国、意大利和香港等地区。目前，公司在国内外共设立了 8 个营销办事处，包括香港和意大利米兰的海外办事处，而调运、发货、库存等环节均由公司统一管理。公司在产品销售上主要采取现款方式结算，仅对少部分优质客户给予一定的信用展期，通常不超过 1-3 个月。2010 年，公司累计销售纱线 50,372.38 吨，坯布 7,713.78 万米（表 6）。

表 6 2008~2010 年主要产品销量情况

产品	2008 年	2009 年	2010 年
纱线（吨）	31,104.50	35,033.07	50,372.38
坯布（万米）	5,592.53	7,622.70	7,713.78

资料来源：公司提供

公司产品以内销为主（表 7）。2009 年受外围经济环境影响，纱线的出口占比有所下降，而坯布有小幅增长，2010 年出口水平与 2008 年基本持平。公司的国内客户主要分布在福建、广东、江苏、浙江、河北等地，国际客户主要分布在香港、日本、意大利等地区。公司针对出口销售，一般采用信用证的结算方式。

表 7 2008 年~2010 年公司主要产品销售收入的区域分布情况

产品	2008 年	2009 年	2010 年
纱线：内销	88.32%	92.56%	86.91%
出口	11.68%	7.44%	13.09%
坯布：内销	78.9%	73.51%	78.09%
出口	21.1%	26.49%	21.91%

资料来源：公司提供

2010 年公司前五大客户的合计销售额占全部销售额的 25.09%（表 8），最大客户的销售额占总销售额的比例是 6.05%，集中度适中。

表 8 2010 年公司前五大客户

	采购额（万元）	销售占比（%）
1、广东溢达纺织有限公司	11,832.69	6.05
2、安徽华鹏纺织有限公司	11,695.49	5.98
3、安徽华茂进出口有限公司	11,516.42	5.89
4、常州武进市马杭色织布有限公司	7,553.89	3.86
5、KOTOBUKI	6,482.70	3.31

资料来源：公司提供

公司根据市场的变化，以客户需求为导向，注重细分市场，不断调整经营策略，以“小批量、多品种、高质量、快交货”的经营思路，不仅巩固并拓展了市场份额，还创造了良好的经济效益。公司坚持走高档次、高质量、高附加值的“精品+品牌”差异化竞争道路，主打高档纯棉纱线和坯布，加强在中高档市场的拓展，在取得稳定和广阔市场空间的同时也赢得比一般企业更多的超额利润。

5. 投资业务

公司对外投资大体可分为三类：第一类投资是与公司主营业务密切相关的项目，主要包括安徽华鹏纺织有限公司、安徽华茂恩逸艾世时装有限公司、安徽华茂华阳河农业股份有限公司、安庆华维产业用布科技有限公司和德生纺织印染（安庆）有限公司等。该类投资主要是为了完善主营业务产业链（往上游棉花种植基地，往下游的服装、印染、产业用布等领域拓展），提高主营业务盈利能力。第二类投资是金融股权，主要包括国泰君安、广发证券、宏源证券、徽商银行等券商和银行股权。该类投资主要是公司看好金融股权的长期增值能力，通过公司内部评估、研究决策的投资行为。其中广发证券于 2010 年 2 月上市，从长期股权投资调整至可供出售金融资产，使得本期可供出售金融资产公允价值较 2009 年大幅增加。基于证监会于 2008 年 3 月发布的针对证券公司的“一参一控”政策，公司于 2010 年末出售了全部 1,830 万股宏源证券股票，收到货币资金 29,720.65 万元。第三类是通过 PE 投资其他具有较高成长性的非上市企业，并运用非上市股权转让或待被投资企业上市后通过证券二级市场退出等手段，以获取较高投资收益为目的，该类投资是公司通过专业的投资管理公司（华茂产业投资有限公司）运用 PE 方式进行投资。公司目前通过一系列股权受让操作，已成功进军网络技术、电子、生物技术、农产品等领域，涉及公司近 10 家。

截至 2010 年末，公司长期股权投资和可供出售金融资产分别为 38,343.90 万元和 304,117.66 万元，合计金额占资产总额的 49.59%，对外投资规模较大。公司对外投资每年可获得大量现金红利，在整个纺织行业困难时期，给公司带来较稳定的现金流入，2008~2010 年连续 3 年投资收益占净利润的比率超过 90%（表 9）。

表 9 2008 年~2010 年公司投资收益情况（单位：万元）

项 目	2008 年	2009 年	2010 年
投资收益	12,621.58	9,439.22	33,565.65
其中：主营业务相关	-27.13	-200.38	-170.48
金融股权相关	12,648.73	9,639.61	33,736.14
净利润	13,733.62	6,509.15	36,669.12
投资收益占净利润比率（%）	91.90	145.01	91.54

资料来源：公司提供

公司 2008 年度投资收益主要是被投资公司分配的股利。2009 年度投资收益中 5,549.91 万元来源于被投资公司分配的股利, 3,888.70 万元来源于处置可供出售金融资产所得。2010 年, 公司的投资收益为 33,565.65 万元, 较 2009 年增加了 24,126.43 万元, 主要是出售宏源证券股票取得的投资收益金额较大。同时, 公司收到广发证券 2010 年度分红 2,048.19 万元, 同比减少 826.74 万元; 收到国泰君安 2010 年度分红 794.17 万元, 同比减少 1,588.33 万元; 收到宏源证券 2010 年度分红 503.25 万元, 同比增加 302.25 万元; 收到徽商银行 2010 年分红 649.88 万元, 同比增加 377.40 万元。2010 年出售宏源证券取得投资收益 29,720.65 万元, 同比增加 25,831.95 万元。2011 年前三季度的投资收益主要来自广发证券股票的出售收入。

总体看, 公司投资的企业主要是经营状况良好的金融机构, 每年能为公司带来较大规模的现金红利。公司未来将加大投资力度, 一方面加快棉纺织产业链延伸, 另一方面, 继续扩大金融股权及 PE 股权的投资。

6. 经营效率

近年来公司各项经营效率指标呈现一定的波动, 虽然受金融危机影响, 但营业收入的规模仍保持了平稳增长。2010 年随着纺织服装行业的转暖, 公司整体经营效率恢复到较好的状态, 应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率分别达到 17.42、3.19 和 0.37。从同行业比较情况看(表 10), 由于公司下游客户相对强势、原棉储备较多、可供出售金融资产规模较大等原因, 使得公司主要周转率指标处于行业较低水平。

表 10 2010 年纺织行业上市公司经营效率指标情况(单位: 次)

企业名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
福建南纺	19.19	6.96	1.00
常山股份	28.83	4.96	0.82
新野纺织	14.92	4.43	0.74
凤竹纺织	8.52	3.60	0.75
华芳纺织	94.74	3.58	0.96
华升股份	86.69	3.20	0.84
华孚色纺	16.79	2.61	0.95
华茂股份	17.42	3.19	0.37

资料来源: Wind 资讯

注: Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异, 为便于与同行业上市公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

7. 关联交易

公司与参股公司、控股股东子公司等关联方存在持续性关联交易, 关联交易方式主要有公司从关联方采购棉花、纱、线、辅料, 以及向关联方销售纱、线、布、辅料、下脚料及水电等产品。

从关联交易的规模上来看, 2010 年, 公司关联交易中销售商品或提供劳务总计 23,969.24 万元, 占营业收入的 12.26%, 购买商品或接受劳务总计 15,139.64 万元, 占营业成本的 9.21%。整体看, 公司关联交易的规模较大。

公司关联交易的形成, 主要是公司正常生产经营的需要, 有利于公司原料采购及产品销售。公司严格依法履行有关关联交易的审议和信息披露程序, 关联交易定价和交易程序规范。未来, 相关关联交易仍将持续存在。

8. 未来发展

公司未来将实施“三加一”发展战略，即以产权为纽带，打造纺织价值链；以金融为平台，打造投资价值链；以软磁为起步，打造高新技术价值链。同时，公司将以品牌、技术等无形资产为资源，积极探索轻资产经营发展模式，坚持走可持续发展的道路。

公司未来仍将立足主业，同时完善产业链。一方面，以科技创新、管理创新和人才创新为支撑，精心打造中国棉纺织精品生产基地。公司顺应纺织行业的产业发展趋势，实施“高档纺织精品生产技术改造项目”，进一步优化产品结构以适应市场日益增长的对高档产品的需求，带动中部地区农业发展，以实现“农民增收，企业增利”的良性循环目标，努力建成中国棉纺织精品生产基地和棉纺织技术工艺的创新基地。另一方面，以华茂品牌有效进行全球资源配置，努力向后道产业链拓展，在服装、印染、产业用布产品上不断发展、不断突破。实现上下游产业链互动发展的格局，拓展品牌效应，提升国际竞争力，实现企业可持续发展。

公司将开拓多元化经营模式，即在控制和防范风险的基础上，不断创新发展模式。首先，稳步拓展科技和资本领域，提高科技贡献率，提升资本市场运营效益，增强企业发展的综合竞争优势。其次，加强对新产品、新工艺和新纤维研发力度，加大产品品质、创新的开发力度，不断满足高端客户的需求。坚持走高附加值的精品化、差异化道路，不断提高市场竞争力，向高端市场挺进。在做好国内市场的同时，开拓欧盟高端市场，做好市场细分，客户细分和产品细分，培养出优质客户群。

公司将不断提升管理，全面推进企业管理迈向更高层次，逐步建立节约型企业发展机制。在降低成本的同时，要构建和谐，以人为本，继续创新人本工程建设，不断提高员工综合素质，全面推行绩效考核，加强绩效管理，努力增强企业凝聚力和战斗力。

总体看，公司的发展战略体现出多元化发展的决心，有利于公司规避单一产业的风险，使公司不断发展壮大。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2008 年度财务报表经华普天健高商会计师事务所审计，2009~2010 年度财务报表均已经华普天健会计师事务所（北京）有限公司审计，均出具了标准无保留审计意见。公司 2011 年三季报财务数据未经审计。2007 年公司开始执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。

截至 2010 年底，公司合并资产总额 690,654.69 万元，负债合计 293,537.18 万元，所有者权益（含少数股东权益）397,117.51 万元。2010 年公司实现营业收入 195,578.13 万元，净利润（含少数股东损益）36,669.12 万元；经营活动产生的现金流量净额-11,376.60 万元，现金及现金等价物净增加额 12,897.39 万元。

截至 2011 年 9 月底，公司合并资产总额 744,563.45 万元，负债合计 409,140.46 万元，所有者权益（含少数股东权益）335,422.99 万元。2011 年 1~9 月公司实现营业收入 190,260.32 万元，净利润（含少数股东损益）38,322.26 万元；经营活动产生的现金流量净额-9,382.14 万元，现金及现金等价物净增加额-6,463.17 万元。

2. 资产质量

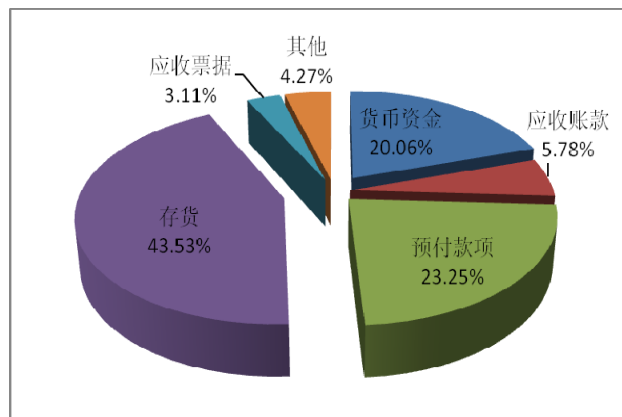
公司持有的 5,722.95 万股广发证券股票于 2010 年 2 月上市，公司将该资产由长期股权投资调整至可供出售金融资产，2010 年末，广发证券股票市场价值出现大幅增长；同年公司将其所持有的

1,830万股宏源证券股票全部出售。受上述因素的综合影响，公司2010年末资产规模相应大幅增长。截至2010年底，公司资产总额690,654.69万元，较2009年增长了317,396.88万元，资产总额中流动资产和非流动资产的占比分别为22.13%和77.87%。公司非流动资产占比高的状况一方面是由公司所属纺织行业资本密集型特点决定的，另一方面是公司进行较大规模的金融资产投资所致。

流动资产

近三年随着公司产销规模的扩大，带动了与经营相关的货币资金、存货和预付款项等流动资产的增加，从而使得流动资产规模以年复合增长率 43.02%的幅度快速增长。截至 2010 年底公司流动资产合计 152,847.41 万元，以货币资金、存货和预付款项为主（图 5）。

图 5 2010 年底公司流动资产构成



数据来源：公司年报

公司于 2010 年出售 1,830 万股宏源证券股票收到 29,720.65 的货币资金，受此影响，公司货币资金大幅增长，截至 2010 年底，公司货币资金余额 30,654.29 万元，其中 98.85%为人民币、1.15%为外币。总体看，公司货币资金较为充裕。

公司通过加大应收账款的催收力度，货款回笼加快，应收账款近三年以 18.79%的幅度大幅下降。截至 2010 年底，公司应收账款账面余额 9,608.00 万元，公司按照应收账款的不同特征分“单项金额虽不重大但单项计提”和“按账龄计提”两种方式分别计提了坏账准备，2010 年底合计计提了 768.16 万元的坏账准备。2010 年底公司按账龄计提坏账准备的应收账款账面余额 9,524.91 万元，其中 1 年以内的占比高达 97.99%。总体看，公司应收账款不能收回的风险较低。

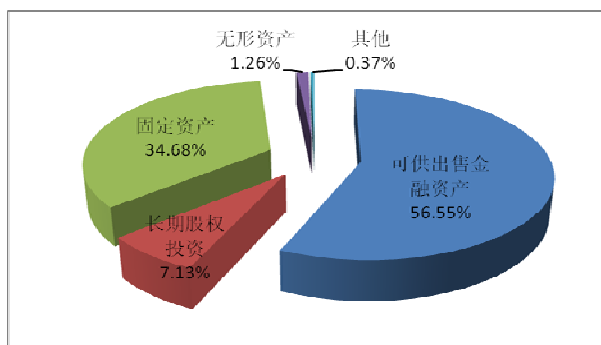
近年来，国内棉花市场呈现供应紧张的状况，公司为了稳定原棉采购渠道，较多地采用预付货款的结算方式采购原棉，从而使得公司预付货款 2008~2010 年以 74.03%的幅度快速增长，截至 2010 年底的预付款项余额达到 35,534.28 万元，主要为预付原棉采购款。

从存货来看，每年 10 月份进入棉花采摘季节后，公司开始进行大规模的原棉采购，并持续至次年 4 月份，因此公司存货呈现年底及年初规模较大的特点。在公司经营规模扩大的同时，存货规模大幅增长，2008~2010 年公司存货年复合增长率为 34.27%。截至 2010 年底，公司存货余额 67,244.63 万元，存货规模较大。公司按照存货可变现净值低于其账面成本的差额计提了 707.49 万元的跌价准备。

非流动资产

公司持有的广发证券股票于 2010 年 2 月上市，公司将该资产由长期股权投资调整至可供出售金融资产，使得公司非流动资产近三年大幅增长了 48.56%。截至 2010 年底，公司非流动资产合计 537,807.28 万元，以可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产为主（图 6）。

图6 2010年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

公司的可供出售金融资产是持有的二级市场股票。2008~2010年，公司可供出售金融资产余额分别为23,517.00万元、43,554.00万元和304,117.66万元。2009年因公司持有的宏源证券股票市场价值增幅较大，使得可供出售金融资产较2008年大幅增长了85.20%。2010年公司持有的广发证券股票上市，其市场价值出现大幅增长；同年公司将所持有的宏源证券股票全部出售，受上述因素的综合影响，2010年末公司可供出售金融资产余额较2009年末出现巨大增幅。截至2010年末，公司没有将所持有的可供售金融资产进行质押的情况。总体看，公司可供出售金融资产规模较大，受二级市场价格变动影响较大。

由于公司将对外投资作为一项重要业务，因此近年来公司长期股权投资不断增长，在持有的广发证券由长期股权投资调整至可供出售金融资产的情况下，2008年~2010年公司长期股权投资年均增长率仍达到21.55%。截至2010年底，公司长期股权投资余额合计38,343.90万元，其中包括按成本法核算的国泰君安证券股份有限公司（占比20.02%）、徽商银行股份有限公司（占比19.84%）等13家企业；按权益法核算的安徽华茂恩逸艾世时装有限公司（占比5.76%）、安徽华鹏纺织有限公司（占比5.57%）等7家企业。截至2010年底，公司对长期股权投资累计提取减值准备1,318.82万元。总体看，公司的长期股权投资主要是经营状况良好的金融机构，未来具有一定的股权增值空间。

公司固定资产净额三年年均增加3.09%，截至2010年底，公司固定资产原值287,414.35万元，其中专用设备占比72.40%、动力设备占比6.51%、生产用房占比16.03%，以机器设备和生产用房为主的固定资产结构符合公司生产经营的特点。截至2010年底，公司固定资产累计计提折旧100,517.08万元，固定资产成新率65.03%，成新率一般。

截至2011年9月底，公司资产总额为744,563.45万元，较年初增长7.81%。公司资产中流动资产和非流动资产的构成变化不大；流动资产仍以货币资金、预付款项和存货为主；非流动资产仍以可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产为主。

总体看，公司资产以可供出售金融资产和固定资产为主，占比较大的可供出售金融资产受二级市场价格变动影响较大，公司整体资产的稳定性不足。

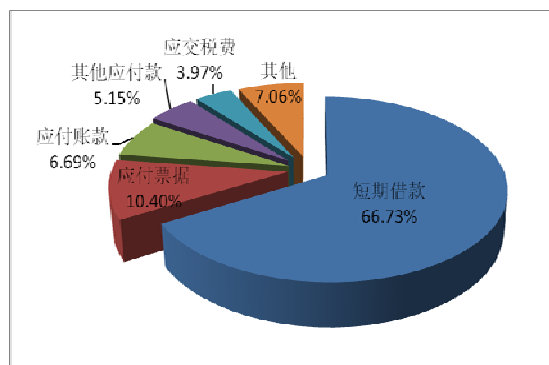
3. 负债及所有者权益

负债

公司负债规模适中，2010年底的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为42.50%、31.39%和9.88%。截至2010年底，公司负债合计293,537.18万元，以流动负债为主，流动负债占比58.31%。

截至 2010 年底，公司流动负债合计 171,162.27 万元，近三年年均增长 17.09%，流动负债主要由短期借款、应付票据和应付账款构成（图 7）。

图 7 2010 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

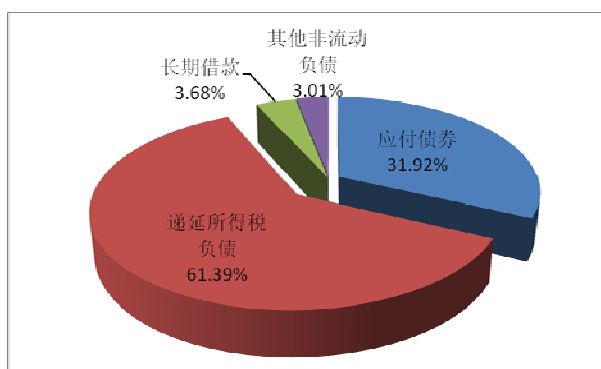
近年来棉花价格不断上涨，为满足流动资金需求的增加，公司增加了短期流动资金的借款。2008 年~2010 年公司短期借款年均增长 36.03%，截至 2010 年底，公司短期借款余额 114,208.41 万元，占流动负债的 66.73%，在流动负债中占比较高。

2009 年公司与供应商的票据结算方式显著增加，应付票据达 30,800.00 万元；2010 年，由于棉花价格上涨，原棉供应紧张，公司原棉采购多采用现款或预付款方式，因此应付票据降至 17,800.00 万元。

随着原棉采购采用现款或预付款方式的增加，公司应付账款近三年大幅减少，年均减少了 27.05%。截至 2010 年底，应付账款为 11,457.97 万元，主要是应付设备款和工程款。

由于公司将持有的广发证券由长期股权投资调整至可供出售金融资产，可供出售金融资产公允价值大幅增加，从而导致递延所得税负债大幅增加，因此使得非流动负债近三年年均大幅增长 60.10%。截至 2010 年底，公司非流动负债合计 122,374.90 万元，主要由应交税费和应付债券构成（图 8）。

图 8 2010 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2010 年底，公司递延所得税负债 75,130.03 万元，其中 99.59%为确认的广发证券股票递延所得税负债。

截至 2010 年底，公司应付债券 39,056.87 万元，为公司 2008 年 1 月所发行的 4 亿元 10 年期公司债券按实际利率法摊销后的余额。

2011 年 9 月底，公司负债合计 409,140.46 万元，较年初大幅增长 39.38%，增长的原因主要是公司为保证参与广发证券非公开定向增发的资金需求，向银行融资了 112,800 万元。受此影响，公司非流动负债占比升高至 49.16%。截至 2011 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.95%、49.45%和 31.81%，与 2010 年底相比，各指标均有大幅上升，债务负担显著加重。

总体看，虽然公司负债规模大幅增长，但仍处于合理水平。

所有者权益

截至 2010 年底，公司所有者权益合计 397,117.51 万元，其中归属于母公司所有者权益 388,082.68 万元，占所有者权益合计的 97.72%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 16.21%，资本公积占 61.64%，盈余公积占 4.01%，未分配利润占 18.15%。资本公积金中的 93.84%为公司持有的受二级市场价格变动影响很大的广发证券股票的公允价值，因此公司所有者权益的稳定性不足，易发生大幅波动。

截至2011年9月底，公司所有者权益为335,422.99万元，较年初减少了15.54%，主要是公司持有的广发证券股票期末股价下降使公允价值减少，从而使资本公积金减少所致。

4. 盈利能力

随着生产销售规模的扩大，2008~2010 年，公司营业收入以 15.01%的速度不断增长，2010 年公司实现营业收入 195,578.13 万元。同期，受公司持有的长期股权投资和处置可供出售金融资产取得的投资收益大幅波动的影响，以及收到政府补助金额的波动影响，公司盈利规模呈波动状态，2008~2010 年，公司实现的利润总额分别为 14,140.38、7,933.83 和 46,858.22 万元；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润分别为 13,004.34 万元、3,878.37 万元和 11,460.30 万元。总体看，公司盈利规模受投资收益和政府补贴的影响较大，盈利状况不够稳定。

从期间费用方面来看，在营业收入三年增长 15.01%的情况下，公司销售费用、管理费用和财务费用分别增长 29.11%、18.78%和 56.06%，公司整体费用控制能力有待提高。

从盈利指标看，受投资收益影响，以及随着经济回暖，市场需求增加，公司产品价格和销量均有所上升，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均较 2009 年显著提高，2010 年分别为 9.90%、10.37%和 13.08%，均处于较高水平。

表 11 2010 年纺织行业上市公司盈利能力指标情况

企业名称	销售毛利率	总资产报酬率 ROA	净资产收益率 ROE（摊薄）
华孚色纺	19.72%	24.66%	10.09%
凤竹纺织	16.44%	15.83%	10.54%
华芳纺织	13.39%	16.67%	10.01%
新野纺织	12.43%	6.39%	6.34%
福建南纺	9.20%	3.47%	4.01%
常山股份	8.46%	2.32%	2.55%
华升股份	6.39%	0.60%	1.13%
华茂股份	15.96%	11.43%	10.37%

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

从同行业比较情况看，公司盈利能力在棉纺行业上市公司中属于优良水平（表 11）。公司目

前棉纺主业处于稳定发展阶段，但由于公司持有的长期股权投资呈不断增长的态势以及持有较大规模的可供出售金融资产，因此未来投资收益仍将对公司整体盈利规模产生较大的影响。

2011年1~9月，公司实现营业收入190,260.32万元（同比增长30.00%），营业毛利22,157.59万元（同比增长8.99%），公司主营业务继续保持了良好的盈利状况。同期，公司减持了部分广发证券股票以及收到投资分红，使投资收益同比大幅增加998.49%；受益于投资收益的增加，公司实现利润总额50,220.64万元，同比增长320.91%。

总体看，公司近年来盈利规模波动较大，整体盈利能力受投资收益的影响较大。

5. 现金流

从经营活动看，公司近三年经营活动现金流入量整体有所上升，年均增长了19.65%，经营活动现金流出同期增长了27.23%。2010年销售商品、提供劳务收到的现金为232,423.46万元，同时公司为了锁定原棉成本，保证生产正常运营，增加了原棉采购规模，从而导致购买商品的现金流出较2009年大幅增加，经营活动产生的现金流量表现为净流出11,376.60万元。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为110.88%、113.25%和118.84%，公司收入实现质量较高。

从投资活动来看，2008~2009年公司不断进行产业投资，投资活动现金流出保持了较高的水平，虽然同期也取得了可观的投资分红等投资收益，但是仍表现为投资活动净流出的状态。2008~2009年，公司投资活动分别净流出27,700.39万元和22,168.44万元。2010年，受出售宏源证券股票的影响，公司投资活动净流入13,141.89万元。

公司经营活动和投资活动产生的现金不能满足公司经营和投资的需求，需通过借款来解决部分资金需求，因此公司近年来筹资活动均表现为净流入的状态。2008~2010年公司筹资活动产生的现金净流入分别为11,492.19万元、1,345.74万元和11,240.73万元。

2011年1~9月，公司继续加大以现金方式采购原棉，经营活动净流出9,382.14万元；主要受参与广发证券非公开定向增发的影响，公司投资活动净流出153,914.30万元；为保证参与广发证券非公开定向增发的资金需求，筹资活动净流入156,998.45万元。

总体看，公司现金流量规模较大，收入实现质量较高，但需通过借款来解决投资活动对资金的需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动资产占比较低，同时短期债务较多，因此公司短期支付压力较大，截至2010年底，公司流动比率和速动比率分别为0.89和0.50，均处于较低水平；经营现金利息偿还能力和经营现金流动负债比率均为负值，短期偿债能力较弱。考虑到公司经营活动现金流入规模较大，因此经营性现金流入能够对短期债务形成一定的保护。截至2011年9月底，公司持有广发证券股票10,761.90万股，其中4,761.90万股无限售条件，同时也未进行股票质押。考虑到广发证券规模较大、经营状况良好，有利于稳定其二级市场价格，因此公司通过减持可有效获得一定规模的货币资金，以满足短期资金支付的需要。

从长期偿债能力指标看，2010年公司EBITDA为71,847.13万元；EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比分别为8.62和0.40，均处于正常水平。虽然公司的经营现金债务保护倍数为负值，但筹资活动前现金流量净额债务保护倍数为0.21，处于正常水平。

由于公司主导产品具有一定的竞争优势，盈利状况良好，因此能够对偿债形成一定的保障。同时，考虑到公司拥有较大规模的可供出售金融资产（2011年9月底为331,466.52万元），因此整体看，公司偿债能力较强。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系。截至 2011 年 12 月 31 日，公司获得的银行授信总额为人民币 26.42 亿元，其中已使用的授信额度为 15.90 亿元，未使用的授信额度为人民币 10.52 亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

总体看，虽然公司目前短期支付压力较大，但公司经营活动现金流入量较大、长期股权投资能够取得一定规模的投资分红，以及拥有较大规模的可供出售金融资产，因此公司的整体偿债能力较强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2011 年 9 月底，公司债务总额为 328,080.55 万元。本次拟发行公司债规模不超过 9 亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度适中，对公司负债结构将有一定的影响。

以 2011 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 9 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 42.35%、55.48%和 59.81%，债务负担有所加重，但考虑到部分债券募集资金将用于偿还银行借款、调整债务结构，上述实际的债务指标数据将有所降低。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2010 年的财务数据为基础，公司 2010 年 EBITDA 为 71,847.13 万元，为本期公司债券发行额度（9 亿元）的 0.80 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。公司 2010 年经营活动产生的现金流入 237,179.82 万元，为本期公司债券发行额度（9 亿元）的 2.64 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本期债券覆盖程度较高。

未来随着公司经营向棉纺下游等领域的拓展，以及对外投资带来投资收益回报的逐步显现，公司经营规模将进一步扩大，整体竞争实力将进一步增强，公司盈利水平、现金流规模均将对本期债券偿还形成一定的保障。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、产业投资等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力强。

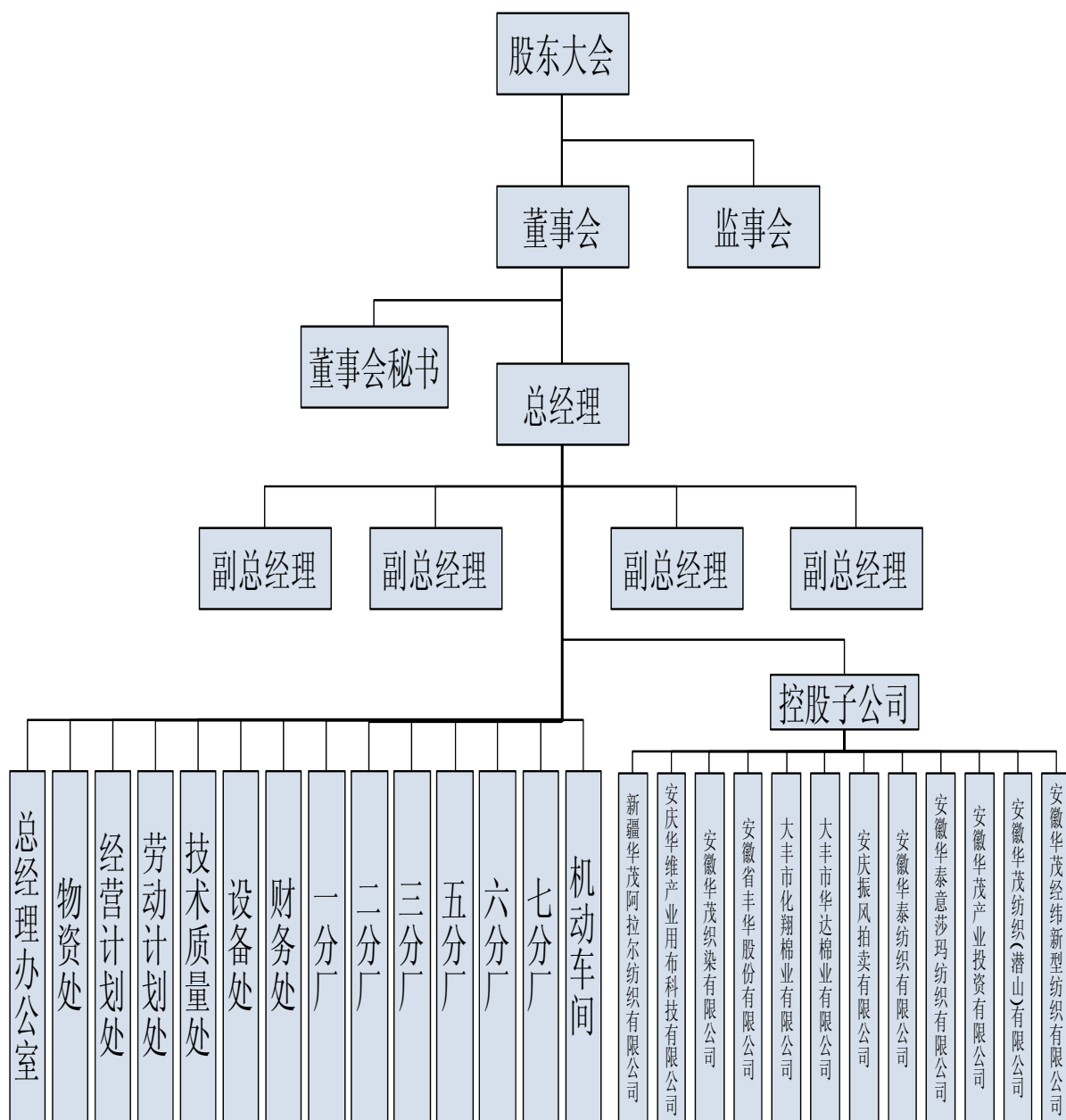
九、综合评价

作为我国支柱产业的纺织工业受到国家政策的大力支持。国家级区域规划《皖江城市带承接产业转移示范区规划》明确把轻纺产业作为重点发展的支柱产业，公司处于皖江城市带，将从中受益。

公司发展历史长，是国内知名棉纺生产企业；在纱线、坯布生产领域的行业地位较高；具有研发及生产设备、原料采购、产品质量等方面的显著优势，从而使得公司主导产品的毛利率在行业内处于较高水平。近年来，公司不断探索多元化发展的道路，目前拥有规模较大的可供出售金融资产和长期股权投资，有利于公司规避单一行业风险。同时，联合评级也关注到公司经营受棉花价格波动影响较大、流动资产占比偏小、整体债务负担有所加重等不利因素。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，安徽华茂本期拟发行的不超过 9 亿元公司债券到期不能偿还的风险低，对公司的评级展望为“稳定”。

附件 1 安徽华茂纺织股份有限公司组织结构图



附件 2-1 安徽华茂纺织股份有限公司
2008 年~2011 年 9 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：					
货币资金	6,873.78	17,756.90	30,654.29	111.18	24,191.12
交易性金融资产					
应收票据	2,673.20	6,981.13	4,750.04	33.30	26,518.36
应收账款	13,403.08	13,613.38	8,839.84	-18.79	19,411.19
预付款项	11,732.42	19,263.81	35,534.28	74.03	50,771.00
应收利息					
应收股利					
其他应收款	2,912.04	2,694.46	6,511.89	49.54	7,110.67
存货	36,907.03	36,497.84	66,537.14	34.27	42,568.72
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	223.25	42.41	19.92	-70.13	0.00
流动资产合计	74,724.80	96,849.93	152,847.41	43.02	170,571.07
非流动资产：					
可供出售金融资产	23,517.00	43,554.00	304,117.66	259.61	331,466.52
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	25,953.72	29,217.34	38,343.90	21.55	47,158.11
投资性房地产					
固定资产	175,531.89	196,206.03	186,536.51	3.09	174,698.29
在建工程	1,988.64	25.17	886.27	-33.24	12,670.29
工程物资	9,336.00	0.00	0.00	-	0.00
固定资产清理					
无形资产	6,420.10	6,547.62	6,794.06	2.87	6,693.23
开发支出					
商誉	35.64	35.64	35.64	0.00	52.07
长期待摊费用					
递延所得税资产	900.06	822.07	1,093.24	10.21	1,253.87
其他非流动资产					
非流动资产合计	243,683.06	276,407.88	537,807.28	48.56	573,992.38
资产总计	318,407.86	373,257.81	690,654.69	47.28	744,563.45

附件2-2 安徽华茂纺织股份有限公司

2008 年~2011 年 9 月合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：					
短期借款	61,720.00	79,850.34	114,208.41	36.03	141,643.84
交易性金融负债					
应付票据	7,013.45	30,800.00	17,800.00	59.31	0.00
应付账款	21,528.79	10,243.28	11,457.97	-27.05	9,349.04
预收款项	386.31	1,413.88	2,194.37	138.34	549.15
应付职工薪酬	18.09	84.11	185.04	219.81	809.22
应交税费	-721.44	426.50	6,795.42	--	11,735.74
应付利息	2,658.01	2,623.82	2,664.40	0.12	2,469.50
应付股利	0.00	0.00	5.27	--	5.27
其他应付款	12,378.58	13,682.47	8,810.13	-15.64	9,303.25
一年内到期的非流动负债	19,424.13	7,017.77	6,144.96	-43.75	0.00
其他流动负债	443.49	735.92	896.30	42.16	32,122.53
流动负债合计	124,849.42	146,878.10	171,162.27	17.09	207,987.54
非流动负债：					
长期借款	3,800.00	10,275.04	4,500.00	8.82	117,300.00
应付债券	38,864.27	38,957.33	39,056.87	0.25	39,136.71
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债	5,078.51	10,159.47	75,130.03	284.63	41,155.64
其他非流动负债	0.00	3,515.86	3,688.00	--	3,560.57
非流动负债合计	47,742.77	62,907.70	122,374.90	60.10	201,152.92
负债合计	172,592.19	209,785.79	293,537.18	30.41	409,140.46
所有者权益：					
股本	62,911.00	62,911.00	62,911.00	0.00	94,366.50
资本公积	29,034.89	44,291.21	239,202.91	187.03	124,697.54
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	11,319.24	12,189.16	15,548.93	17.20	15,548.93
未分配利润	37,827.79	40,921.99	70,419.83	36.44	88,058.19
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	141,092.93	160,313.35	388,082.68	65.85	322,671.16
少数股东权益	4,722.74	3,158.66	9,034.83	38.31	12,751.83
所有者权益合计	145,815.67	163,472.01	397,117.51	65.03	335,422.99
负债和所有者权益总计	318,407.86	373,257.81	690,654.69	47.28	744,563.45

附件 3 安徽华茂纺织股份有限公司

2008 年~2011 年 9 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
一、营业收入	147,865.79	158,073.18	195,578.13	15.01	190,260.32
减: 营业成本	136,083.93	144,282.84	164,360.73	9.90	168,102.73
营业税金及附加	631.23	758.25	1,121.09	33.27	1,106.34
销售费用	1,746.83	2,653.86	2,911.72	29.11	1,864.93
管理费用	4,640.20	5,437.94	6,547.82	18.79	5,608.54
财务费用	4,173.40	6,251.99	10,163.31	56.05	6,509.10
资产减值损失	-288.89	615.41	206.57	--	942.32
加: 公允价值变动收益					
投资收益	12,621.58	9,439.22	33,565.65	63.08	42,523.44
其中: 对联营企业和合营企业的 投资收益	-33.20	-200.38	-170.48	126.60	-27.26
汇兑收益					
二、营业利润	13,500.67	7,512.12	43,832.56	80.19	48,649.80
加: 营业外收入	788.16	431.17	3,343.17	105.96	1,707.95
减: 营业外支出	148.44	9.47	317.50	46.25	137.11
其中: 非流动资产处置损失	3.13	9.30	185.11	668.65	69.29
三、利润总额	14,140.38	7,933.83	46,858.22	82.04	50,220.64
减: 所得税费用	406.76	1,424.68	10,189.10	400.50	11,898.39
四、净利润	13,733.62	6,509.15	36,669.12	63.40	38,322.26
其中: 归属于母公司所有者的净利润	13,760.50	7,109.66	36,003.17	61.75	38,650.63
少数股东损益	-26.88	-600.51	665.96	--	-328.37
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益	0.22	0.11	0.57	61.61	0.41
(二) 稀释每股收益	0.22	0.11	0.57	61.61	0.41

附件 4 安徽华茂纺织股份有限公司
2008 年~2011 年 9 月合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	163,956.40	179,018.61	232,423.46	19.06	288,486.81
收到的税费返还	941.13	385.12	1,280.84	16.66	1,413.19
收到其他与经营活动有关的现金	785.99	4,476.44	3,475.52	110.28	1,818.40
经营活动现金流入小计	165,683.52	183,880.18	237,179.82	19.65	291,718.40
购买商品、接受劳务支付的现金	127,767.25	122,437.97	209,631.81	28.09	267,044.75
支付给职工以及为职工支付的现金	16,413.24	18,082.37	19,696.61	9.55	16,096.49
支付的各项税费	7,173.70	8,932.62	15,332.04	46.19	14,049.83
支付其他与经营活动有关的现金	2,189.29	2,714.10	3,895.95	33.40	3,909.46
经营活动现金流出小计	153,543.48	152,167.06	248,556.42	27.23	301,100.54
经营活动产生的现金流量净额	12,140.04	31,713.12	-11,376.60	--	-9,382.14
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	236.83	286.83	2,916.14	250.90	1,752.23
取得投资收益收到的现金	12,531.44	9,639.61	33,736.14	64.08	42,917.48
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	15.48	183.55	373.55	391.23	28.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	-7.35	0.00	--	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	76.91	72.48	466.19	146.21	2,474.46
投资活动现金流入小计	12,860.66	10,175.12	37,492.02	70.74	47,172.17
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	31,323.59	28,028.34	7,002.57	-52.72	19,081.07
投资支付的现金	8,021.33	4,315.22	17,347.57	47.06	174,626.89
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	1,216.12	0.00	0.00	--	-39.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	7,417.50
投资活动现金流出小计	40,561.05	32,343.56	24,350.13	-22.52	201,086.47
投资活动产生的现金流量净额	-27,700.39	-22,168.44	13,141.89	--	-153,914.30
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	1,520.00	--	5,000.00
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00	--	30,000.00
取得借款收到的现金	98,430.00	101,424.44	141,038.56	19.70	147,350.97
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	7.70
筹资活动现金流入小计	98,430.00	101,424.44	142,558.56	20.35	182,358.67
偿还债务支付的现金	76,451.64	89,600.88	120,626.15	25.61	15,779.78
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10,396.77	10,417.82	10,626.68	1.10	9,565.31
支付其他与筹资活动有关的现金	89.40	60.00	65.00	-14.73	15.14
筹资活动现金流出小计	86,937.81	100,078.70	131,317.83	22.90	25,360.22
筹资活动产生的现金流量净额	11,492.19	1,345.74	11,240.73	-1.10	156,998.45
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-8.17	-7.30	-108.62	264.58	-165.19
五、现金及现金等价物净增加额	-4,076.34	10,883.12	12,897.39	--	-6,463.17
加: 期初现金及现金等价物余额	10,950.12	6,873.78	17,756.90	27.34	30,654.29
六、期末现金及现金等价物余额	6,873.78	17,756.90	30,654.29	111.18	24,191.12

附件 5 安徽华茂纺织股份有限公司
2008 年~2010 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	13,733.62	6,509.15	36,669.12	63.40
加: 资产减值准备	-288.89	615.41	206.57	--
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	10,510.82	15,302.60	16,505.59	25.31
无形资产摊销	123.97	144.59	152.57	10.94
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-5.59	-48.67	116.52	--
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	4,159.47	6,207.65	10,094.40	55.78
投资损失	-12,621.58	-9,439.22	-33,565.65	63.08
递延所得税资产减少	50.99	77.99	-271.17	--
递延所得税负债增加				
存货的减少	-265.86	-245.14	-30,532.28	971.65
经营性应收项目的减少	-6,717.24	-17,304.00	-7,914.15	8.54
经营性应付项目的增加	3,460.32	29,892.77	-2,838.12	--
其他				
经营活动产生的现金流量净额	12,140.04	31,713.12	-11,376.60	--
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3. 现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	6,873.78	17,756.90	30,654.29	111.18
减: 现金的期初余额	10,950.12	6,873.78	17,756.90	27.34
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	-4,076.34	10,883.12	12,897.39	--

附件 6 安徽华茂纺织股份有限公司

主要财务指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	12.18	10.89	16.11	--
存货周转次数(次)	3.73	3.84	3.14	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.46	0.37	0.27
现金收入比率(%)	110.88	113.25	118.84	151.63
盈利能力				
总资本收益率(%)	6.48	4.23	9.90	6.17
总资产报酬率(%)	5.92	4.12	10.37	7.00
净资产收益率(%)	8.47	4.21	13.08	10.46
主营业务毛利率(%)	8.75	8.63	15.62	--
营业利润率(%)	7.54	8.24	15.39	11.06
费用收入比(%)	7.14	9.07	10.03	7.35
财务构成				
资产负债率(%)	54.20	56.20	42.50	54.95
全部债务资本化比率(%)	47.29	50.52	31.39	49.45
长期债务资本化比率(%)	22.64	23.15	9.88	31.81
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	4.27	2.83	8.62	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.22	0.18	0.40	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.09	0.19	-0.06	-0.03
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.12	0.06	0.01	-0.55
流动比率(倍)	0.60	0.66	0.89	0.82
速动比率(倍)	0.30	0.41	0.50	0.62
现金短期债务比(倍)	0.11	0.21	0.26	0.36
经营现金流动负债比率(%)	9.72	21.59	-6.65	-4.51
经营现金利息偿还能力(倍)	1.78	3.03	-1.37	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.29	0.91	0.21	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.84	2.04	2.64	--

注：1、2011 年 3 季度财务报告未经审计，相关指标未年化。

2、公司未提供 2011 年 3 季度现金流量补充资料表，因此相关指标未计算。

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
333 应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
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
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 安徽华茂纺织股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，每年对安徽华茂纺织股份有限公司 2012 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

安徽华茂纺织股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。安徽华茂纺织股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注安徽华茂纺织股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现安徽华茂纺织股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如安徽华茂纺织股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至安徽华茂纺织股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送安徽华茂纺织股份有限公司、监管部门、交易机构等。

