

信用等级公告

联合[2017]224 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公开发行的 2017 年公司债券（第一期）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，评级展望为“稳定”

安徽华茂纺织股份有限公司拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司
评级总监： 

二零一七年三月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

安徽华茂纺织股份有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本次债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 6.5 亿元（含 6.5 亿元）

债券期限：不超过 5 年（含 5 年）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017 年 3 月 24 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
资产总额（亿元）	61.66	66.78	85.72	79.52
所有者权益（亿元）	32.03	39.60	54.30	47.31
长期债务（亿元）	14.30	12.58	14.05	15.40
全部债务（亿元）	23.47	19.52	22.21	23.73
营业收入（亿元）	20.58	19.82	19.30	13.28
净利润（亿元）	1.76	3.57	0.45	0.44
EBITDA（亿元）	5.51	8.01	4.35	--
经营性净现金流（亿元）	1.33	-0.10	1.67	1.85
营业利润率（%）	6.82	3.98	6.33	6.41
净资产收益率（%）	10.97	9.97	0.96	0.86
资产负债率（%）	48.06	40.70	36.65	40.51
全部债务资本化比率（%）	42.29	33.02	29.03	33.41
流动比率（倍）	0.71	1.31	0.92	1.11
EBITDA 全部债务比（倍）	0.23	0.41	0.20	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.17	5.48	3.29	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.85	1.23	0.67	--

注：1、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。2、公司 2016 年三季度财务报表未经审计，相关指标未年化。

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，反应了其作为国内知名棉纺生产企业，在纱线、坯布生产领域处于领先地位，公司债务水平较低，债务负担较轻；公司持有较多优质的金融机构股权，可对公司利润及现金流形成有力保障。同时，联合评级也关注到，受下游需求疲软的影响，公司主营业务收入有所减少、盈利能力较弱，费用控制能力较弱以及投资收益波动对利润影响较大等因素可能给公司信用水平带来不利影响。

未来，公司将继续以纺织作为其主营业务，并完成产业链纵向延伸。同时，公司将在金融领域持续深化价值投资，为公司现金流和盈利提供保障。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次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内棉纺行业的龙头企业之一，生产工艺先进，产品质量和品牌知名度高，未来较长时间内，公司将继续保持市场优势。

2. 国家取消了棉花收储政策，主要原材料棉花价格持续下滑；未来公司综合毛利率有望持续上升。

3. 公司持有一定规模的上市金融机构可流通股，该部分资产变现能力较强，未来可获得一定规模的投资收益，可对公司现金流形成有效补充。

4. 公司负债水平低，债务负担较轻。

关注

1. 纺织服装行业持续不景气可能对公司经营产生不利影响。
2. 公司营业收入持续下滑，主营业务盈利能力较弱。
3. 公司投资收益易受股票二级市场影响，未来可实现的投资收益规模存在较大的不确定性。
4. 公司期间费用持续上升，费用控制能力较弱；所有者权益稳定性较弱。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象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信用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，未因评级对象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评级对象相关资料主要由评级对象提供，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评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（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，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



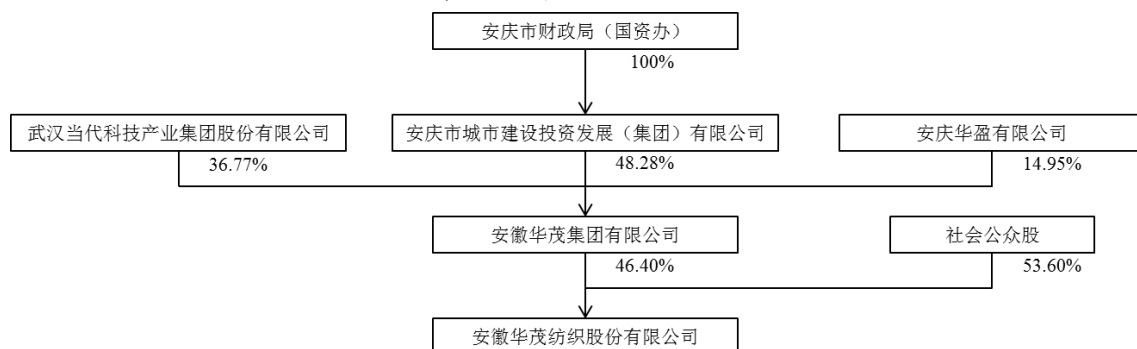
联合信用评级有限公司

任贵永

一、主体概况

安徽华茂纺织股份有限公司（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（含公司职工股500万股）。1998年7月5日召开了创立大会，并于1998年7月10日在安徽省工商行政管理局注册登记，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。后历经转增股本、配股、送红股及股权分置改革等变更后，截至2016年9月底，公司总股本94,366.50万股，其中安徽华茂集团有限公司（以下简称“华茂集团”）为公司第一大股东，持股比例为46.40%，公司实际控制人为安庆市财政局。

图1 截至2016年9月底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司属纺织业，主要经营范围包含棉、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；投资管理。

截至2016年9月底，公司下设五、六、七和动力4个分厂，华茂纺织染整研究院以及综合部、人保处、财务信息处、技术质量处、设备处、经营计划处和物资处7个职能部门，纳入合并报表范围的子公司共22家，在职员工共5,019人。

截至2015年底，公司合并资产总额85.72亿元，负债合计31.42亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.30亿元，其中归属于母公司所有者权益52.64亿元。2015年，公司实现营业总收入19.30亿元，净利润（含少数股东损益）0.45亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.81亿元；经营活动产生的现金流量净额1.67亿元，现金及现金等价物净增加额0.35亿元。

截至2016年9月底，公司合并资产总额79.52亿元，负债总额32.22亿元，所有者权益（含少数股东权益）47.31亿元，其中归属于母公司所有者权益45.66亿元。2016年1~9月，公司实现营业收入13.28亿元，净利润（含少数股东损益）0.44亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.62亿元；经营活动产生的现金流量净额1.85亿元，现金及现金等价物增加额2.63亿元。

公司注册地址：安徽省安庆市纺织南路80号；法定代表人：倪俊龙。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

公司拟发行的公司债券本金总额为不超过人民币 6.5 亿元（含 6.5 亿元），采用分期发行的方式，首期债券基础发行规模为 3 亿元，可超额配售不超过 3.5 亿元。本次债券名称为“安徽华茂纺织股份有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）”，债券期限不超过 5 年（含 5 年）。本次债券为固定利率债券，采取网下面向合格机构投资者询价配售的方式，票面年利率将根据网下询价和簿记结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。本次债券采用单利按年计息，按年付息，利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

公司本次募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还债券及其他债务性工具。

三、行业分析

公司主要从事纱线和坯布的生产和销售，属于纺织行业中的棉纺织行业。

1. 纺织行业概况

纺织工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、吸纳社会就业、增加农民收入和促进城镇化发展等方面发挥着重要作用。2013~2015 年，我国纺织行业在成本上涨、需求低迷等因素影响下，行业增速有所放缓；但在增速放缓压力下，我国纺织业通过结构调整和转型升级，目前已缓中趋稳。

2013 年纺织行业增加值增速基本呈现逐月放缓趋势，全年同比增长 8.7%，较 2012 年回落 3.5 个百分点。2013 年纺织行业生产增速整体减缓，从产品产量上看，主要大类产品产量增速普遍下降，化纤、纱、布、服装几类重点产品产量增幅均比 2012 年下降。根据国家统计局数据，2013 年规模以上纺织企业化纤、纱、布、服装产量分别为 4,122 万吨、3,200 万吨、683 亿米和 271 亿件，同比分别增长 7.9%、7.2%、4.6%和 1.3%，增速分别较上年同期下降 3.3 个百分点、2.6 个百分点、7.0 个百分点和 4.9 个百分点。2013 年，纺织行业效益总体较 2012 年略有好转，但行业亏损面继续加大、亏损深度增加，即纺织企业呈现两头分化现象，且产能利用率仍处于 77%~80%的较低水平，除了生产和投资增速放缓，内销表现低迷外，行业库存高企，去库存化是 2013 年该行业的主基调。

2014 年，我国纺织行业积极推进结构调整和转型升级，努力克服成本上涨、内外棉价差大、需求低迷等不利影响，行业运行基本平稳，但整体增速仍回落明显。2014 年行业运行情况如下：

（1）生产消费增速回落。一是规模以上纺织企业完成增加值同比增长 7.0%。增速同比回落 1.3 个百分点。主要产品纱、化纤产量分别增长 5.6%、6.4%，布产量下降 0.5%，增速均比上年有所回落。二是纺织品服装出口金额 3,000 亿美元，增长 5.2%，增速低于上年 6.2 个百分点。三是限额以上企业衣着类消费品零售额同比增长 10.9%，增速回落 0.7 个百分点。

（2）运行质量效益稳定。一是纺织行业主营业务收入同比增长 6.8%，利润总额同比增长 6.5%，主营业务收入利润率 5.45%，与上年同期基本持平。二是三费所占比重 6.17%，同比下降 0.02 个百分点，产成品周转率 20.57 次，同比提高 0.8%，表明企业管理水平有所改善。

（3）结构调整取得进展。一是市场开拓和品牌建设能力有所提升，终端产品如服装、家纺、产

业用纺织品行业利润率均在 5.7% 以上，高于前道原料或半成品行业。二是投资有所优化，纺织行业 500 万元以上项目固定资产投资同比增长 13.4%，其中棉印染行业投资额同比增长 32.1%，非织造布行业投资额增长 44.2%，涤纶纤维行业投资额同比下降 13.5%。西部地区投资增长 21.6%。三是产业用纺织品行业继续较快增长。主要产业用纺织品主营业务收入同比增长 12.4%，高出行业平均增速 5.9 个百分点。

根据 Wind 资讯数据，2015 年，我国纺织行业呈现出“缓中趋稳”态势，行业绩效指标稳健，行业工业增加值同比增长 7.00%，增速高于全国工业增速水平。2015 年，纺织行业投资规模继续扩大，新开工项目增长较快，全年完成固定资产投资额 6,001.60 亿元，同比增长 12.80%，增速较上年提升 0.40 个百分点。2015 年，我国纺织业主营业务收入 40,173.30 亿元，同比增长 5.40%；利润总额 2,167.50 亿元，同比增长 5.10%。在出口方面，2015 年纺织业出口规模有所下降，出口量价齐跌，全年纺织业出口交货值 3,803.30 亿元，同比下降 3.90%。在内销方面，2015 年纺织业内销增速稳中趋缓，全年全国限额以上服装鞋帽、针纺织品零售额同比增长 9.80%，增速较上年下降 1.10 个百分点，低于同期社会消费品零售额增速，且累计增速在下半年呈现逐月下降趋势。

2016 年上半年，我国纺织业整体运行稳健，行业工业增加值累计同比增长 7.30%，高于全国 6.00% 的工业增速水平。行业固定资产投资完成额 2,914.16 亿元，较上年同期增长 12.90%，增速较上年同期提高 2.10 个百分点。2016 年上半年，我国纺织业主营业务收入 18,743.50 亿元，同比增长 4.50%，增速较上年同期下降 0.96 个百分点；利润总额 943.90 亿元，同比增长 7.50%，增速较上年同期上升 1.44 个百分点。出口方面，2016 年纺织业出口交货值 1,730.50 亿元，同比增长 1.10%。

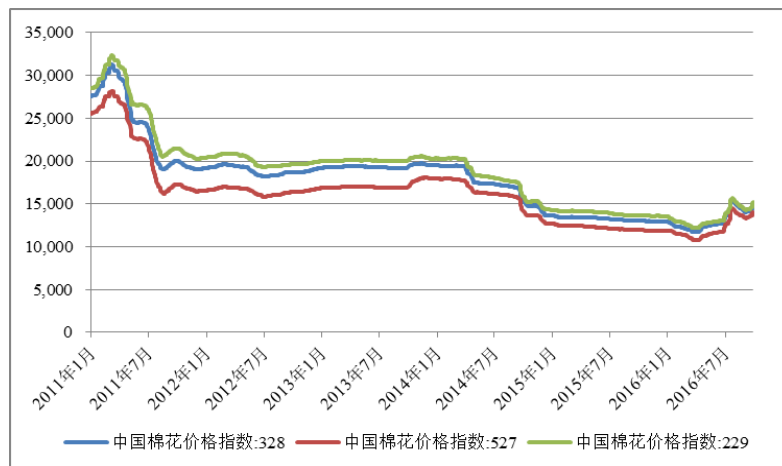
总体看，虽然近几年我国纺织行业的发展受到全球经济低迷的影响，但由于纺织业为我国传统经济的支柱产业，且经济的低迷不景气倒逼企业进行转型升级。经过积极的转型升级和结构调整，我国纺织行业取得了进步，整体已基本克服了需求低迷、成本上涨和内外棉价差较大的不利影响。

2. 上游原料情况

纺织行业上游原材料以棉花为主，少量化学纤维为辅。

棉花是关系国计民生的战略物资，也是仅次于粮食的第二大农作物。目前我国占据着全球棉花产业的数项第一：即产量第一、消费量第一及进口量第一。棉花作为基础农产品，其价格往往受政策面、产量、前期库存量、进出口量、国内消费量、气候、国家储备、替代品、国际市场状况等多方面因素影响。一般情况下，棉花价格的上升将可能压缩行业企业的利润空间，增加盈利难度，而棉花价格的下降则导致行业利润上升。棉纺行业企业主要通过三种方式动态克服棉价波动：第一，通过产品价格调整转移成本变动；第二，基于后期棉价判断调节库存，若判断后期原料价格上涨，则囤积库存；第三，增加替代品种的使用比例，如增加粘胶纤维、涤纶纤维的使用量。

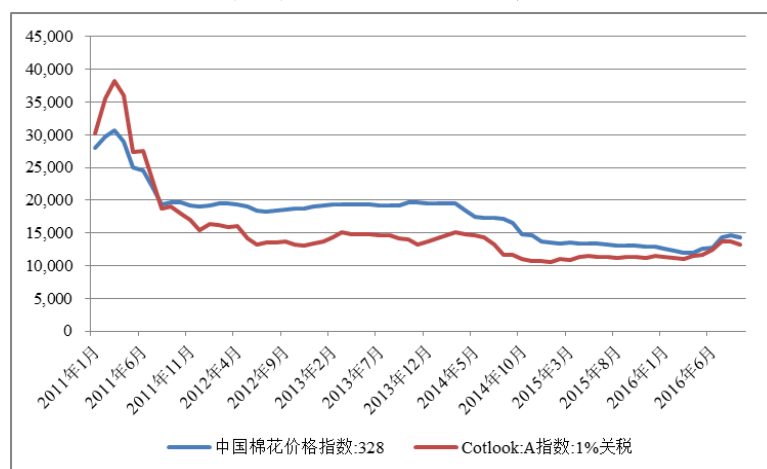
图2 2011年以来棉花价格指数走势情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯、联合评级整理。

为稳定棉花生产、经营者和用棉企业市场预期，保护棉农利益，保证市场供应，2011年开始国家发改委制定了《棉花临时收储预案》（以下简称“预案”），此预案在2011年、2012年、2013年度每年发布一次，此预案一经提出，2011年末，中国棉花328价格指数、527价格指数和229价格指数均大幅下跌，分别跌至19,180元/吨、16,562元/吨和20,423元/吨。进入2012年，棉花价格弱势震荡，2012年末，中国棉花328价格指数、527价格指数和229价格指数分别为19,201元/吨、16,839元/吨、19,981元/吨。2013年，中国棉花价格指数微幅震荡，年末中国棉花328价格指数、527价格指数和229价格指数分别为19,534元/吨、17,985元/吨和20,319元/吨。从2014年4月份起，国家取消棉花临时收储政策，生产者按市场价格出售棉花，受此影响，棉花价格回落。从国内棉价来看，2014~2015年棉花价格呈不断下降趋势，2015年12月31日中国棉花328价格指数、527价格指数和229价格指数分别为12,922元/吨、11,869元/吨、13,555元/吨。一般国储棉会在每年3~8月份进行“抛储”，这也使棉纺企业形成了“3月份”抛储的预期，但2016年上半年，由于国储棉延迟到5月份才进行“抛储”，且“抛储”量较小难以满足市场需求，棉花价格逐渐走高，因此2016年上半年中国棉花价格出现上涨态势。

图3 国内外棉花价格指数及价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯、联合评级整理。

随着国家2011年颁布预案，国内外棉价差不断扩大，2011年5~7月，国内外棉价差迅速拉大

到 4,740.46 元/吨。从 2011 年 8 月至 2014 年 3 月，国内外棉价差处于波动状态，但均维持较高水平。较高的国内外棉价差加上棉花配额政策导致国内纺织企业成本高，棉纱需求疲软，中储棉库存量大，财政补贴压力增大。

从 2014 年 4 月起，国家取消棉花临时收储政策，并在新疆启动棉花目标补贴试点，其他地区根据试点情况再逐步展开。经国务院批准，国家发改委、财政部、农业部联合发布 2014 年棉花目标价格，为每吨 19,800 元。目标价格政策是在市场形成农产品价格的基础上，通过差价补贴保护生产者利益的一项农业支持政策。实行棉花目标价格政策后，取消临时收储政策，生产者按市场价格出售棉花。当市场价格低于目标价格时，国家根据目标价格与市场价格的差价和种植面积、产量或销量等因素，对试点地区生产者给予补贴；当市场价格高于目标价格时，国家不发放补贴。具体补贴发放办法由试点地区制定并向社会公布。取消棉花收储政策，改为棉花目标补贴以后，国内外棉价价差呈波动下降趋势。2015 年 12 月至今，国内外棉价价差已处于 3,000 元/吨以下。

总体看，2014 年国内棉花种植补贴政策试点实行，棉花价格基本由市场形成，内外棉花价差缩小。但直补政策实施效果还不确定，国储棉、进口配额仍将对棉花市场形成较大影响。纺织行业在原料市场仍存在较大不确定性。

3. 下游需求情况

从需求来看，中国纺织品的内销比例较高，国外需求对拉动我国纺织行业发展也起到积极作用。长期来看，伴随着人均可支配收入的继续提高，纺织品消费支出也将持续增加，国内需求将对我国纺织行业的发展提供越来越重要的支撑。外销方面，亚洲、欧洲和北美洲是我国最主要的三个出口市场，我国对亚洲、欧洲和北美洲的出口额占据全部纺织服装行业出口总额的近 90%。

国内需求方面，纺织服装类产品拥有十分巨大的市场。我国人口基数巨大，随着居民可支配收入的增长，消费能力不断增强，庞大的需求为国内市场的长期健康发展提供了广阔空间。根据国家统计局的统计，2006~2015 年，我国城镇居民人均可支配收入自 11,760 元增至 31,195 元，年均复合增长率为 11.45%。2006~2014 年，中国农村居民人均现金收入增速亦较快，农村居民人均现金收入由 4,302 元增长至 8,527 元。

2006~2015 年，随着我国居民整体收入水平的提高，我国社会消费品零售总额自 79,145 亿元增加至 300,931 亿元，年均复合增长率为 16.00%。2007~2011 年我国服装鞋帽、针纺织品零售额逐年快速增长，同比增速分别为 25.5%、24.8%、18.8%、25.8%和 24.2%；进入 2012 年以后，我国服装鞋帽、针纺织品零售额增速有所下降，2012~2015 年同比增速分别为 18.0%、11.6%、10.9%和 9.80%。

国际需求方面，受 2008 年金融危机的影响，以及国内人民币对美元汇率持续高位，纺织服装行业需求整体萎缩。2009 年以来，随着国内外宏观经济的复苏，加之国家相继出台提高出口退税率的系列优惠政策，纺织服装行业整体运行状况得到改善。进入 2010 年以来，随着我国与东盟、非洲等自由贸易伙伴的建设、全球经济增长的多元化和出口企业经历金融危机后主动向新兴市场拓展的步伐加快，我国纺织服装出口超预期，出口市场结构和宏观环境持续改善。进入 2012 年，由于美国经济复苏乏力，日本、欧洲经济疲软，同时中国劳动力成本上升趋势不可扭转，全球纺织服装生产基地的转移已经开始，大量订单流向东南亚和印度等国，导致 2012 年纺织类产品出口增速仅为 1.2%。随着全球经济的缓慢复苏，2013 年我国纺织业出口呈现显著复苏迹象，2013 年我国纺织品出口 1,069.8 亿美元，同比增速为 11.7%。2014 年我国纺织品出口持续增长态势，纺织品出口额 1,121.8 亿美元，同比增速 4.9%。

进入 2015 年，纺织品国内需求延续良好增长态势，截至 2015 年末，我国服装鞋帽、针纺织品

零售额为 13,483.50 亿元，同比增长 9.8%。国际需求方面出现小幅下降，截至 2015 年 11 月，我国纺织品累计出口 1,050 亿美元，同比下降 2.53%。

总体看，随着国内人均收入水平的增长以及消费升级，内需逐步启动，我国纺织品的需求量增加；同时，作为纺织品出口大国，随着外围经济的缓慢复苏，我国纺织品出口量呈现回升态势，但增速有所波动。

4. 行业竞争情况

（1）国际竞争

纺织行业属于劳动密集型行业，易受经济周期、贸易政策变化、基础农产品市场等因素影响。在全球一体化的背景下，目前已形成了以各国、各地区比较优势为分工基础的跨国生产经营模式。中国纺织业具有传统优良、产业链完整、劳动力资源丰富的特点，成为全球纺织业分工体系下主要的生产、加工和出口国。而发达国家在退出产业价值链低端环节的同时，依靠着自身的资本优势和技术优势，掌控着纤维开发、高端品牌运营、终端零售等价值链高端环节。

2011 年以来，尽管国际需求疲软，国内生产要素成本持续攀升，我国纺织服装出口依然保持了较快增长，占全球纺织服装出口份额逐年提高。2011~2014 年，我国纺织服装出口金额分别为 2,479 亿美元、2,549 亿美元、2,840 亿美元和 2,984 亿美元，占全球纺织服装出口总额的比重均在 30%以上，我国是目前世界上重要的纺织品服装出口国。

2015 年，受全球经济增速放缓、汇率波动和国内制造成本高企等因素影响，我国纺织服装出口连续下滑，2015 年我国纺织品服装出口累计 2,838 亿元，同比下降 4.9%。2016 年，越南、印度尼西亚等东盟国家低廉的劳动力资源和优厚的棉花进口政策等，导致其在欧盟、日本等地的纺织品出口成本优势明显，挤占了我国纺织品服装在海外的市场份额；同时发达经济体本国的经济状况良莠不齐，全球纺织品贸易量处于下行通道，也对我国纺织品出口形成阻碍，2016 年 1 月，我国纺织品出口额 94.5 亿美元，同比下降 2.7%，服装出口 146.8 亿美元，同比下降 7.2%。2016 年 2 月，我国纺织品服装出口额较上月下降 35.11%，继续呈现下降态势。

总体看，我国是世界上重要的纺织品服装出口国，但 2015 年以来受全球经济增速放缓、汇率波动和国内制造成本高企等因素影响，我国纺织品服装出口额呈下滑态势，随着周边越南、印尼等其他发展中国家成本优势的显现，我国纺织品服装出口方面面临越来越大的竞争。

（2）国内竞争

我国纺织行业在过去十余年间不断进行行业整合，通过兼并及收购活动达到规模化生产，在经过多年的粗放式发展以后，纺织业已从劳动密集型产业向资金技术密集型产业转变。

从经营环境方面来看，小规模、作坊式企业纷纷停产，且不断上涨的生产成本使其再次复产难度增加。大量小型企业的退出有效缓解了行业长期以来供大于求的局面，龙头企业的经营环境得以改善。从竞争优势方面看，龙头企业具有设备、技术、管理和规模优势，可有效地满足“小批量、短交期”的订单方式。行业需求复苏阶段，订单普遍向龙头企业聚集，使其竞争优势进一步提升。

总体看，经济危机在给纺织行业带来冲击的同时，却客观地将行业运营能力推升了一个高度。国内市场上，纺织行业将会不断进行行业整合，具有资金、技术优势的企业将存活，落后的产能将会被淘汰在此过程中，国内纺织行业竞争趋向于良性的技术、管理和规模层面的竞争。

5. 行业政策

2008 年，由于受全球经济危机及其他外部环境的不利影响，中国纺织行业发展迅速陷入低谷。

纺织行业作为国民经济重点支柱行业，它的稳定发展是整个国民经济良好发展的前提。因此中国从 2008 年下半年开始陆续出台多项扶持政策。自 2008 年 8 月以来，为支持纺织业的发展，中国先后四次上调出口退税率，并于 2009 年 4 月通过《纺织工业调整和振兴规划》。该规划明确了纺织工业是中国国民经济的传统支柱产业和重要的民生产业，在繁荣市场、吸纳就业、促进城镇化发展等方面发挥着重要作用，极大地提振了纺织全行业的发展信心，推动了企业推进产业结构调整和产业升级的动力。

2012 年 5 月，中国纺织工业联合会发布《建设纺织强国纲要（2011~2020 年）》，并提出了主要发展目标：首先，充分满足城乡人均衣着支出年均增长 14.5%左右的消费总需求；第二，要充分适应国民经济在工业化中后期制造业转变发展方式，建立现代产业体系的需要，加速提高对产业用纺织品特别是高新技术纺织品的需求，保持产业用纺织品加工量年均增长 7.5%的增速；第三，加快转变产业出口增长方式，扩大纺织工业企业走出去参与国际合作和竞争，整合国际资源，提升对国际市场的品牌话语权，出口纺织品服装价值量年均增长 7%左右，其中“十二五”期间年均增长 7.5%，“十三五”期间年均增长 6%，到 2020 年纤维制品出口总额达到 4,000 亿美元。

2015 年 4 月，财政部调整了部分产品的出口退税率，调整后纺织品的出口退税率达到 17%，相当于全额退税。纺织品出口退税率的调整成为提振纺织服装行业的新信号和正能量，将有利于我国纺织行业的发展。

2015 年 5 月，国务院正式发布了中国版的“工业 4.0 计划”《中国制造 2025》。《中国制造 2025》中明确提出了“推进信息化与工业化深度融合”和“全面推行绿色制造”的工作任务和重点，纺织服装产业作为劳动密集型行业以及传统制造行业的一个重要门类，同样面临着向绿色制造和智能制造的深度转型。

总体看，由于纺织行业在国民经济中具有重要的战略地位，因此得到了国家政策上的大力支持，未来随着我国经济结构转型和产业结构调整，国家对具有创新能力、竞争力比较强的纺织企业支持力度更大。

6. 行业关注

（1）节能环保

国家在淘汰落后生产能力和减少污染物排放总量等方面的要求和标准提高，纺织企业面临资金短缺、技术支撑不足及综合成本增加等多重压力，节能减排水平提升受到制约。特别是处于纺织产业链中间环节的印染企业，受环保问题影响，发展形势更为严峻。2015 年新的环保法实施，国家对污染排放监管范围和标准不断提升，行业环保压力更加突出。部分地区对印染企业采取不准改造的一刀切限制政策，不仅不利于促进节能减排，也将影响纺织全产业链的转型升级。

（2）汇率变动影响

纺织服装作为对外依存度较高的行业，对于人民币汇率变化十分敏感，尤其是行业内存在的大量中小纺织企业，由于其缺乏议价能力且成本消化能力较弱，因此易受到人民币升值的不利影响。色纺行业作为纺织子行业，也具有出口比例较高的特点，因此也将会不同程度上受到汇率变动的影响。

（3）调整升级任务紧迫

原材料、用工等要素价格以及融资、渠道费用持续上升，我国纺织品服装制造比较优势减弱，以核心技术、品牌为主的竞争优势尚待培育，订单持续向周边国家转移。中西部地区承接产业转移放缓，信息化与传统产业融合尚待推进，中小企业受资金、技术、人才等制约，经营困难加大。

（4）贸易壁垒

受到全球性金融危机的影响，各主要国家贸易保护主义倾向加剧，纷纷以环保法案、反倾销、反补贴、高昂检测和注册费用等手段设置贸易壁垒以保护本国产业。可以预计在未来相当长的段时间内，中国纺织品出口仍将面临严苛复杂的贸易环境。

7. 未来发展

随着信息技术快速发展，纺织行业应用信息技术的深度和广度不断提高，特别是智能制造技术应用推广将明显降低生产成本，提高产品质量和生产效率，是巩固纺织行业竞争力的重要手段。同时电子商务、规模化定制、网络化协同创新等新模式的发展，将逐步优化企业生产组织和经营方式，开拓新的市场空间。同时，棉花调控政策改革持续推进，棉花增值税进项税额抵扣试点逐步扩大，出口退税率上调，能源、财税、金融等一系列改革措施的推进，将有利于改善行业经营环境，缓解企业成本压力。

总体看，纺织业作为具有国家战略意义上的基础产业，在资金、政策上得到了国家的大力支持。随着信息技术的快速发展，我国纺织业将催生出一批具有国际优势的龙头企业，我国的纺织行业将迎来新的发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司主要从事纱线和坯布的生产、加工和经营。公司产品序列较为丰富，主要包括“乘风”牌 Ne5-600 高档纱线和“银波”牌 120~360 厘米幅宽高档坯布及面料等。截至 2016 年 9 月，公司纱线产能达到 5.5 万吨/年，坯布产能达到 7,200 万米；截至 2016 年 9 月，公司资产规模达到 79.52 亿元；2015 年，公司营业收入规模达到 19.30 亿元，净利润 0.45 亿元。公司产品国内市场主要为江苏、浙江、上海、广东、福建、山东、天津等地区；国外市场主要在欧洲、日本、香港及东南亚等地区。市场份额方面，公司纱线产品在省内高端市场占有率在 90%左右，全国高端市场占有率在 4%左右；坯布省内高端市场占有率在 95%左右，全国高端市场占有率在 1.6%左右。

公司产品质量水平和工艺技术水平在全国同行业保持领先地位。公司通过了 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和 ISO10012 计量检测管理体系认证。公司产品还通过了 Oeko-Tex100（国际生态纺织品认证）认证及 OE、GOTS 有机棉认证。

近年来，公司坚持以质量为中心的经营理念，在 2006 年完成了无梭织机改造及部分关键工序的技术改造。目前，公司主要下属生产厂纺纱、织布已采用全进口设备，主要设备运作良好并由相关供应厂商提供技术支持。同时，公司建立了一支高档色织面料研发和技术团队，纺织面料研发及技术把控方面，为公司提供技术支持。染纱车间拥有香港立信染缸及射频烘干机，实验室配有 Datacolor 电脑测色仪、台湾宏益无管路滴液打样系统；织造车间拥有贝林格整经机、津田驹浆纱机、津田驹喷气织机和舒美特箭杆织机，并配有电脑 ERP 系统的高档验布机；后整车间拥有德国 Osthoff 烧毛机、香港高乐退浆机、门富士预缩机和定型机、意大利拉发磨毛机等设备。

表1 公司设备配置情况（单位：台、套）

设备名称	机型	数量	购置公司
梳棉机	A186F、A186G、FA201、FA203、FA231、FA231A、FA221、FA221、FA203A、FA203A (C)、FA231A (C)、JWF1207、JWF1203	709	青岛纺机
并条机	FA306、FA302、FA306A、FA313、D35、RSB-D401、TMFD81、FA317A、FA311	421	沈阳纺机、瑞士立达公司、湖北天门纺机
精梳机	A201、E62、E65、F1268、JWF1272、E66、JSFA388、JWF1276	261	上海一纺机、瑞士立达公司、昆山凯宫、经纬榆次公司
细纱机	FA506S、FA502、A512、F1508、F1520、DTM129、DTM149、DTM139、K44、JWF1520、JWF1530、JWF1522、K45、RX240、FA503	911	经纬榆次公司、瑞士立达公司、日本丰田公司、东台马佐里公司
络筒	ESPERO-M、ORION-M、NO.21C-S、ORION-I、POLAR-M、1332M、1332MD	263	SAVIO 公司、村田公司、经纬纺机
喷气织机	AWV2/E、AWV4/S、ZA205i、ZAX-e、ZAX-N、ZAX-9100、JAT710	1,017	德国多尼尔、日本津田驹、日本丰田
剑杆织机	SILVER HS	72	意大利舒美特
倍捻机	GEMINIS-201AF、GEMINIS-201B、GEMINIS.S.221B、GEMINIS.S.201BR	101	意大利萨维奥

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司生产经营规模较大。公司生产设备种类齐全且整体技术水平较高，有利于公司市场竞争力的保持。

2. 人员素质

公司现有董事、监事及高级管理人员 15 人，公司管理团队人员均具备多年的从业经验和管理经验，行业经验丰富，履职能力强。

公司董事长倪俊龙先生，1965 年出生，硕士研究生学历，高级工程师。倪先生于 1989 年参加工作，曾历任安徽省丰华纺织股份有限公司副总经理、安庆纺织厂技术处副处长、安徽华茂纺织股份有限公司技术质量处副处长、处长、本公司董事、副总经理。自 2016 年 4 月起，倪先生任公司董事长。

公司总经理左志鹏先生，1970 年出生，硕士研究生学历，高级会计师，中国注册会计师协会非执业会员。左先生于 1989 年参加工作，历任安庆纺织厂财务科科员、财务处处长助理、财务处副处长、安徽华茂纺织股份有限公司董事、财务处处长、副总经理、董事会秘书、财务总监。自 2016 年 4 月起，左先生任公司总经理。

截至 2016 年 9 月底，公司在职人员 5,109 人。从岗位构成情况看，销售人员 52 名（占比 1.04%），技术人员 616 名（占比 12.27%），财务人员 26 名（占比 0.52%），行政人员 151 名（占比 3.01%），生产人员 4,174 名（占比 83.16%）；从文化素质方面看，大专及以上学历 506 名（占比 10.08%），中专、中技和高中学历 1,395 名（占比 27.79%），初中及以下学历 3,118 名（占比 62.12%）。

总体看，公司高级管理人员经验丰富，员工结构符合纺织企业一般特点。

3. 技术研发水平

公司及全资子公司安徽华泰纺织有限公司（以下简称“华泰纺织”）通过了高新技术企业认定。截至 2015 年底，公司先后主持、参加 11 项国家及行业标准的制定，承担两项“国家科技支撑计划项目”，已有 100 余项专利获得国家授权；已拓展产品种类共 2,478 项，其中“木棉色织斜纹布等七款面料分别获得 2015/16 年度色织布新产品最佳创意开发奖和优秀设计开发奖。

公司积极将纺织生产工艺技术与设备改进相结合，为纺机装备与器材技术升级提供了有效途径，公司同国内外众多知名纺织装备与器材企业的合作提升了装备水平。同时，公司重视新产品研发，进一步提高产品质量和档次。截止 2016 年 9 月底，公司共有 170 项创新成果获得了国家专利授权，相关专利授权有助于提高公司的市场竞争能力和品牌化战略的实施。

公司长期依托其技术中心平台，坚持自主创新与消化吸收国内外先进技术。公司积极开展新技术、新工艺、新产品的研究与应用；目前公司新产品产业化成效显著。2013~2015 年，公司研发投入分别达到 5,714.32 万元、4,910.36 万元和 6,492.07 万元，年均复合增长 6.59%。

表2 2013~2016年9月公司研发支出情况（单位：万元、%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~9 月
研发投入金额	5,714.32	4,910.36	6,492.07	3,985.84
研发投入占营业收入比例	3.00	2.48	3.36	3.00

资料来源：公司年报

总体看，公司具备一定的研发实力，研发成果显著，为未来业务的可持续发展打下良好的基础。

4. 税收优惠

公司及其子公司华泰纺织均于 2015 年取得了高新技术企业证书，可于 2015~2017 年享受 15% 的所得税优惠。公司棉花多数采自新疆，根据《新疆维吾尔自治区纺织服装产业专项补贴资金管理暂行办法》（以下简称“《办法》”），自治区政府将对公司所采购棉花予以 800 元/吨的铁路运输费用补贴。同时，公司子公司新疆华茂阿拉尔纺织有限公司系公司于疆内设立的棉纱生产企业，依据《办法》规定，自治区政府将予以每吨产纱 1,000 元补贴，织布产品每吨补贴 1,000 元，同时，企业生产用电以 0.38 元/度计算。

总体看，公司部分子公司为高新技术企业，享受政府税收优惠。同时，新疆纺织服装产业政策对公司在疆内开展生产经营活动提供了较大的优惠力度。

五、公司管理

1. 公司治理

公司依据《公司法》、《证券法》和其他有关规定设立股东大会、董事会、监事会。各权力机构依据《公司章程》行使各自的职权。近三年，公司按照《公司法》等相关法律法规和规范性文件、公司章程的要求，建立健全了由公司股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的公司治理结构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和经营管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制，上述机构和人员能够切实履行应尽的职责和义务。

公司设股东大会，股东大会是公司的权力机构。公司股东大会主要负责决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事和监事，也由股东大会负责。同时，公司股东大会有权审议并决定公司是否提供对外担保。目前，股东通过股东大会依法行使出资人的权利，没有超越股东大会干预公司决策和生产经营活动。

公司设董事会，对股东大会负责。目前，公司董事会由 9 名董事组成，其中董事长 1 人，独立董事 4 人；董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司董事会主要负责召集股东大会，并向股东大会报告工作；同时执行股东大会决议、制定公司经营计划和投资方案、制定公司年度财务预算方案、决定聘任或者解聘公司高管团队以及制订公司增加或者减少注册资本、发行债券或其他

证券及上市方案等。董事会作出决议，必须经全体董事的过半数通过。

公司设监事会。目前，监事会由 5 名监事组成，其中包括 3 名股东代表和 2 名公司职工代表。公司监事会依据公司章程和股东大会授权，对董事会、总经理及其他高级管理人员、公司运营进行监督。

公司高级管理人员共 5 名，其中总经理 1 名，副总经理 2 名，财务总监 1 名，董事会秘书 1 名；由董事会聘任或解聘。总经理每届任期 3 年，总经理连聘可以连任。公司高级管理人员主要负责主持公司的生产经营管理工作。

总体看，公司治理结构满足公司日常经营需要。

2. 管理制度

公司重视内部管理水平的提升，建立了完备的管理制度。

公司制定了《财务管理制度》（以下简称“《制度》”），明确了各部门财务管理权责，同时对预算、资金、存货、固定资产、投资和成本费用管理进行了明确的规定。其中，财务管理权责方面，《制度》中明确总经理、财务总监和财务负责人的管理权限，一方面杜绝了三者间职能相互干涉影响，一方面落实明确了三者对财务信息和财务情况应当负担的职责，有效保障公司财务管理工作顺利进行。预算管理方面，《制度》明确了预算编制的内容、预算分解、预算执行以及预算考核等要求，公司预算编制和管理保证生产经营活动的正常开展。资金管理方面，《制度》要求公司财务部门按照国家和上市公司相关规定建立货币资金的各种内控制度；并强调了资金管理的内控制度，对资金监控进行合理分工；相关要求还规定公司银行对帐单必须做到每月核对，严禁以“白条”抵充库存现金，货币资金做到日清月结。存货管理方面，《制度》规定公司存货实行归口管理的原则，各职能部门管理实物、建立和登记台帐，金额统一由财务部门管理；同时，公司对存货应当建立盘存制度，定期或不定期进行盘点，对帐实不符情况要求查明原因，并按有关规定进行帐务处理。固定资产方面，除《制度》所提出要求之外，公司还依照华茂集团的《固定资产管理办法》及《资产保全考核细则》进行管理。投资管理方面，由于公司金融股权投资较多，《制度》规定公司财务部门、审计部门应积极参与投资项目的可行性研究；同时，也要求参与投资部门需配合做好投资的立项审批、跟踪检查、评比考核等工作。

物资采购方面，公司制定了《物资采购管理制度》，对其原料、浆料、机物料、成品外包装材料的采购进行管控。同时，公司也明确了合格供应商筛选和维护及相关细则。通过落实采购标准、申报需求计划、采购计划编制、到货验证等采购关键控制流程，公司整体物资采购活动运行顺畅。

具体生产经营控制方面，公司制定了《设备管理制度》、《质量管理制度》和《环保管理制度》等。公司明确生产过程中设备维护和设备操控的具体方法、规范，保障公司生产运营正常进行；同时，相关制度的落实，有效减少公司生产安全事故，保障了员工和企业财产安全。《环保管理制度》的落实，主要从环境计划管理、环保行政管理、环保设备管理、环境污染的治理等多个方面入手，对所辖各生产企业制定了严格的环保制度。

对外担保方面，公司所制定的《对外担保内部控制制度》，明确规定由公司董事会负责对外担保业务的决策，各职能部门除非获得公司董事会和法人代表的书面授权，否则无权为他人提供担保。公司实际经营过程中未出现过对外提供担保的情况。

关联交易方面，公司依据《深圳证券交易所股票上市规则》制定了《关联交易决策制度》，要求公司关联交易遵循平等、自愿、等价、有偿的原则。保障了公司关联交易的价格或取费原则不偏离市场独立第三方的价格或收费的标准，并且要求公司对关联交易的定价依据予以充分披露。

总体看，作为上市公司，公司管理制度健全，制定的各项规章制度符合实际需要，有利于公司管控目标的实施。公司整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务属纺织行业，公司主营产品为纱线和坯布。2013~2015 年，公司营业总收入规模呈逐年下降趋势，年均复合减少 3.15%，主要系国内宏观经济进入新常态，世界经济复苏乏力，导致市场需求持续放缓所致。2015 年，公司实现营业收入 19.30 亿元，较上年减少 2.59%。2013~2015 年，公司净利润呈逐年大幅下降趋势，年均复合减少 49.46%，主要系公司对外投资在 2013 年和 2014 年实现较高收益所致。2015 年，公司净利润为 0.45 亿元，较上年大幅减少 87.44%。

从公司营业收入构成来看，2013~2015 年，公司主营的纺织板块占公司营业收入比重分别为 95.82%、94.77%和 95.62%，公司主营业务较为突出。受纺织行业景气度低迷影响，公司主要产品销售价格有所下降，近三年，公司纱线板块营业收入呈波动减少趋势，年均复合减少 5.87%；2015 年，公司纱线板块营业收入占公司营业收入比例为 52.19%，较上年变动不大。近三年，公司坯布板块营业收入呈波动减少趋势，年均复合减少 2.03%；2015 年，公司坯布板块营业收入占公司营业收入比例为 41.27%，较上年变动不大。近三年，公司纺织板块其他收入呈大幅增长趋势，年均复合增长 187.57%，主要系公司印染产品附加值持续增长，使得产品销售价格上升所致；2015 年，纺织板块其他收入占公司营业收入比重为 2.16%。公司其他业务主要为生产纱线所产生的落棉下脚料等收入，其他业务收入规模有所波动，对公司营业收入合计影响较小。近三年，公司其他业务收入占其营业收入比重均低于 5.00%。

毛利率变化方面，近三年，公司纱线板块毛利率分别为 8.40%、7.36%和 8.67%；其中 2014 年，纱线板块毛利率出现较为明显的下降，较上年下滑 1.04 个百分点，主要系棉花收储政策取消导致纱线产品市场价格快速下降，但公司库存棉花成本较高，导致纱线板块利润空间受到一定压缩；2015 年，随着采购成本回落，公司纱线板块毛利率企稳回升。基于同样的原因，近三年，公司坯布板块毛利率呈现一定波动，分别为 4.52%、2.38%和 6.12%。2015 年，公司坯布产品毛利率较上年提高 3.74 个百分点，主要系公司进行品种结构调整，利用公司技术优势加大承接了一些高档品种的订单，使产品附加值增加所致。公司其他板块业务毛利率亦有所波动，但由于其收入规模占公司营业收入合计比例较低，故对公司综合毛利率影响不大。2013~2015 年，公司综合毛利率分别为 7.46%、5.03%和 7.49%。

表3 2013~2016年9月公司收入结构和毛利率水平情况（单位：亿元、%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
纺织-纱线	11.37	55.24	8.40	10.00	50.47	7.36	10.07	52.19	8.67	7.18	54.06	9.56
纺织-坯布	8.30	40.33	4.52	8.34	42.07	2.38	7.97	41.27	6.12	5.19	39.06	1.59
纺织-其他	0.05	0.24	-15.89	0.44	2.24	6.18	0.42	2.16	1.91	0.38	2.88	16.74
主营业务合计	19.72	95.82	6.71	18.78	94.77	5.12	18.46	95.62	7.42	12.75	96.00	6.54
其他	0.86	4.18	24.72	1.04	5.23	3.42	0.85	4.38	9.08	0.53	4.00	24.41
营业收入合计	20.58	100.00	7.46	19.82	100.00	5.03	19.30	100.00	7.49	13.28	100.00	7.25

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 13.28 亿元，较上年同期减少 5.13%，主要系下游需求不振导致公司销售受到一定阻碍。2016 年 1~9 月，公司实现净利润 0.44 亿元，较上年同期减少 56.17%，主要系公司处置的股票所获投资收益同期减少所致。2016 年 1~9 月，公司营业收入构成变动不大；坯布板块毛利率较上年下滑 4.53 个百分点至 1.59%，主要系坯布产品销售价格进一步下降所致。

总体看，公司主营纱线和坯布生产销售，主营业务构成未发生变化。近三年，受市场需求持续放缓影响，公司营业收入有所减少；公司经营一定程度上受到市场环境不景气的冲击。此外，由于公司从事棉纺织行业，我国棉花收购价格政策的变动，也将对盈利水平产生较大影响。

2. 采购情况

公司的原材料包括棉花、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，其在原材料成本中占比约为 85%至 95%，在总成本中占比约为 65%至 75%左右。除去生产所需棉花采购，公司日常采购还包括生产设备相关备配件、以及与生产相关的其他物料。

从采购模式和决策流程来看，公司实行“集中采购”的原则，物料采购统一由物资处办理，包括分厂及控股子公司也由母公司统筹安排。在采购计划制定方面，由公司经营计划处依据历史采购情况以及对未来市场行情的判断，对年度采购计划进行制定，并调整所属季度、月度的分解采购规模，具体看，由于目前国内棉花市场的大幅波动，为了稳定原料供应，降低采购成本，公司密切关注棉花市场及相关国家政策的动向，及时收集各类市场信息。经营计划处根据下一年度的客户需求及市场预测，首先会与各供应商签订框架性长单协议。每年 10 月至次年 4 月是棉花采摘旺季，经营计划处提前 20 日左右派遣相应业务人员前往新疆了解市场行情，以及疆内建设兵团下属棉花生产企业的棉花质量和收采情况。在具体订单编排方面，经营计划处按销售订单情况将生产工艺等报送技术质量处，技术质量处反馈棉花工艺设计和相关采购指标后，由经营计划处负责采购订单下达，并由物资处完成采购工作。在物资处具体采购方面，由于棉花属于季节性农产品，每年 9 月新棉上市时，经营计划处会根据当年棉花生产和供应情况，择机采购；在与供应商签订合同后，会预付部分采购款将公司需要的棉花锁定，以保证公司对高品质棉花的需求。

新疆作为中国产棉大省，区域棉花产量占全国总产量的 40%左右，且品质稳定可纺性较高，是公司最主要的原料采购基地。公司为实现产业链上游原料供应价格及品质的稳定，于 2010 年投资了新疆库尔勒利华棉业有限责任公司；目前，新疆库尔勒利华棉业有限责任公司是除新疆兵团和新疆自治区棉麻总公司之外，新疆最大的棉花收购和加工企业。新疆库尔勒利华棉业有限责任公司一定程度保证了公司优质棉的供应，也稳定了公司购进棉花的质量水平，进一步了完善公司纺织主业的产业链。

表 4 2013~2015 年公司棉花采购情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
总采购量（万吨）	4.16	4.73	4.58
其中：国内（万吨）	2.49	3.62	3.87
国外（万吨）	1.67	1.11	0.71
均价：国内（万元/吨）	2.05	2.01	1.65
国外（万元/吨）	1.87	1.98	1.57

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2013~2015 年，公司棉花总采购量呈波动增长趋势，年均复合增长 4.93%，主要系棉花价格持续下降，公司增加棉花储量所致。2015 年，公司棉花采购总量为 4.58 万吨，较上年减少 3.17%。由于公司生产对棉花配比有相应比例要求，因此 2013~2015 年公司细绒棉采购总量占总采购量比例均保

持在 74.75%~75.00%之间。2013~2015 年，公司国内采购量呈逐年增长趋势，年均复合增长 24.67%；公司国外采购量呈逐年减少趋势，年均复合减少 34.80%。公司加大国内采购规模的原因包括：其一，公司主要采购品种细绒棉的国内价格持续下降，而国外采购价格持续上升；其二，由于中国纺织品出口放缓，公司减少了进料加工配额，导致进口棉花减少，国内棉花采购量相应增加。

采购价格方面，随着国家棉花收储政策的取消，公司国内采购棉花价格开始下降。2013~2015 年，公司国内棉花采购均价持续下跌，年均复合下降 10.29%；2015 年，公司棉花国内采购均价 1.65 万元/吨。公司棉花国外采购均价亦呈下跌态势，年均复合下降 8.37%。

2013~2015 年，公司向前五大供应商采购总额分别为 5.07 亿元、5.15 亿元和 4.79 亿元，前五大供应商集中度分别为 34.12%、36.67%和 35.93%，公司供应商相对稳定，集中度一般。但由于公司对棉花品质要求较高，采购区域集中在新疆地区，区域集中度较高。

表 5 2013~2015 年公司前五大供应商情况（单位：亿元、%）

年份	供应商名称	采购额	占年度采购总额比例
2013 年	中国储备棉管理总公司	1.87	12.54
	新疆利华棉业股份有限公司	1.01	6.81
	安徽华茂进出口有限责任公司	1.08	7.25
	安徽华鹏纺织有限公司	0.71	4.75
	乌鲁木齐鑫丰益棉业有限责任公司	0.41	2.77
	合计	5.07	34.12
2014 年	中国储备棉管理总公司	1.62	11.55
	阿瓦提县天韵棉业有限责任公司	1.22	8.69
	安徽华茂进出口有限责任公司	0.91	6.45
	安徽华鹏纺织有限公司	0.78	5.54
	和硕县棉麻公司	0.62	4.44
	合计	5.15	36.67
2015 年	阿瓦提县天韵棉业有限责任公司	1.60	11.99
	安徽华茂进出口有限责任公司	0.94	7.06
	新疆生产建设兵团棉麻公司	0.81	6.10
	新疆嘉丰棉业有限公司	0.75	5.63
	宿松县福皖棉业有限公司	0.69	5.14
	合计	4.79	35.93

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司原材料采购模式成熟稳定，可保证公司稳定的原材料供给。国家棉花收储政策取消后，公司针对国内棉花供应价格下降的情况，加大了棉花储备规模。公司主要供应商集中度适中，但区域集中度较高。

3. 生产情况

公司系有着 50 年历史的国有控股的上市公司，公司常年从事纱线和坯布的生产活动。经过多年经营积累，公司具备非常成熟的生产技术工艺流程。产能方面，公司现年产“乘风”牌 Ne5-600 高档纱线 5.5 万吨，“银波”牌 120~360 厘米幅宽高档坯布及面料 7,200 万米。公司执行以销定产的生产策略，订单式生产占比达 80%以上，产品的库存量一般在控制在 25 天以内。

表 6 2013~2016 年 9 月公司产能产量情况（单位：万吨、万米、%）

产品	项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~9 月
纱线	产能	5.50	5.50	5.50	4.13
	产量	4.98	4.60	4.93	3.56
	产能利用率	90.55	83.64	89.64	86.19
坯布	产能	7,200.00	7,200.00	7,200.00	5,400.00
	产量	6,930.74	7,263.34	7,260.13	5,082.48
	产能利用率	96.26	100.88	100.84	94.12

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：2016 年 1~9 月相关数据未年化

产能是按行业平均水平、标准产品计算的设备生产能力，公司生产的产品是根据企业市场定位、市场需求来确定，由于公司生产的纱线、坯布主要为中高端产品，加工难度较大，加工时间长，因此，存在实际产量低于产能的情况。2013~2015 年，公司纱线和坯布的产能无变化。产量方面，2013~2015 年，公司纱线产量分别为 4.98 万吨、4.60 万吨和 4.93 万吨，产能利用率分别为 90.55%、83.64%和 89.64%；坯布产量分别为 6,930.74 万米、7,263.34 万米和 7,260.13 万米，产能利用率分别为 96.26%、100.88%和 100.84%。公司纱线产品的产能利用率基本保持在 85%以上，其中 2014 年纱线产能利用率较低，主要系 2014 年下半年，子公司安徽华茂经纬新型纺织有限公司（以下简称“华茂经纬”）有 5 万锭进行停机检修，对产量有一定的影响所致；坯布的产能利用率水平较高，近三年均保持 95%以上。受纺织品市场景气度下行影响，公司通过开展“安全、优质、超产”劳动竞赛活动的形式鼓励各生产单位不断提高产量、提高企业效益；因此，2014 年和 2015 年公司坯布产品产能均超过 100%。2016 年 1~9 月，纱线和坯布的产能利用率均出现下跌，主要是受纺织行业的季节性影响，春夏两季纺织市场需求较弱。

总体看，公司生产技术的工艺流程稳定成熟。由于纺织行业景气度较低，近几年公司未进行产能扩张；公司执行以销定产的生产策略，产量和产销率受市场影响存在一定波动。

4. 销售情况

在产品销售方面，公司已对产品调运、发货、库存等环节进行统一管理，以协调供应进度，满足订单供货的时效要求。在销售模式方面，公司产品主要采取直销模式，目前公司在国内外共设立了 8 个营销办事处，包括在意大利米兰、香港、常州、广州等地，具体负责销售环节的执行。在销售客户方面，公司国内客户主要分布在长三角、珠三角等地，国际客户主要分布在日本、意大利、土耳其、巴基斯坦等地区。公司纱线下游企业主要为纺织、针织及服装企业，而坯布下游企业主要为印染及服装企业。

由于公司经营时间较长，客户积累稳定，且产品高端，公司产品销售量受市场环境波动不大。2013~2015 年，公司纱线销量分别为 4.94 万吨、4.53 万吨和 4.88 万吨，年均复合减少 0.61%，变动小；公司纱线产销率分别为 99.20%、98.48%和 98.99%，基本保持稳定。坯布销售方面，2013~2015 年，公司坯布销量分别为 6,938.42 万米、7,082.85 万米和 7,154.71 万米，呈逐年小幅增长态势，年均复合增长 1.55%，产销率分别为 100.11%、97.52%和 98.48%。

从销售均价来看，2013~2015 年，受纺织行业下游需求萎缩、行业景气程度下行影响，公司纱线和坯布的销售均价有所下滑。

表 7 2013~2016 年 9 月公司销售情况

项 目		2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~9 月
纱线	产量（万吨）	4.98	4.60	4.93	3.56
	销量（万吨）	4.94	4.53	4.88	3.51
	产销率（%）	99.20	98.48	98.99	98.55
	销售均价（万元/吨）	--	--	--	--
坯布	产量（万米）	6,930.74	7,263.34	7,265.46	5,082.48
	销量（万米）	6,938.42	7,082.85	7,154.71	4,789.22
	产销率（%）	100.11	97.52	98.48	94.23
	销售均价（元/米）	--	--	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2013~2015 年，公司主要产品销售渠道稳定，除公司纱线出口销售受需求缩减影响有所减少以外，公司纱线和坯布产品内销和出口结构变动不大。2013~2015 年，公司纱线产品内销和出口金额呈持续减少态势，分别年均复合减少 0.98%和 16.93%，主要系纺织产品价格持续走低所致；2015 年，公司纱线内销和出口金额分别为 7.51 亿元和 2.56 亿元，占比分别为 74.58%和 25.42%。2013~2015 年，坯布产品内销和出口金额亦呈持续减少态势，分别年均复合减少 1.62%和 3.45%，主要系坯布产品销售均价有所下降所致。2015 年公司坯布内销和出口的金额分别为 6.32 亿元和 1.65 亿元，占比分别为 79.30%和 20.70%；公司坯布内销和出口结构变动不大。

表 8 2013~2016 年 9 月公司产品内销和出口情况（单位：亿元、%）

项目		2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~9 月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
纱线	内销	7.66	67.37	7.57	75.70	7.51	74.58	5.43	75.56
	出口	3.71	32.63	2.43	24.30	2.56	25.42	1.75	24.44
坯布	内销	6.53	78.67	6.35	76.14	6.32	79.30	4.07	78.50
	出口	1.77	21.33	1.99	23.86	1.65	20.70	1.12	21.50

资料来源：公司提供，联合评级整理。

外汇管理方面，公司安排专人每天关注汇率的变化，并负责与银行保持沟通，及时了解汇率变化情况。同时，公司通过远期购汇和结售汇方式，平衡外汇收支。公司每年都会有一定的汇兑收益。

公司产品销售的结算方式主要以现款结算为主。目前，公司现款结算占比平均在 60%左右，票据结算占比平均在 40%左右。同时，公司也对长期合作的和信用好的客户给予一定的账款展期，比例大约在 10%以内。国内客户账款展期时间一般在 30 天以内，国外客户主要以即期信用证为主，少量长期合作且交易金额大的客户最长不超过 3 个月信用证。

2013~2015 年，公司前五名客户销售额合计分别为 3.82 亿元、3.35 亿元和 3.03 亿元，占年度销售总额比例分别为 18.57%、16.88%和 15.72%；公司销售集中度呈逐年下降态势，主要系公司重点发展中小规模客户，以提高议价能力及销售回款的及时性。

表 9 2013~2015 年公司前五大客户销售情况（单位：亿元、%）

年份	客户名称	销售额	占年度销售总额比例
2013 年	安徽华茂进出口有限公司	1.31	6.37
	安徽华鹏纺织有限公司	0.94	4.54
	COTONIFICIO ALBINI	0.70	3.40
	CODEFINE	0.54	2.62
	浙江美欣达印染集团股份有限公司	0.34	1.64
	合计	3.82	18.57
2014 年	安徽华茂进出口有限公司	1.08	5.45
	安徽华鹏纺织有限公司	0.92	4.63
	COTONIFICIO ALBINI	0.58	2.92
	浙江美欣达印染集团股份有限公司	0.44	2.22
	云南勘宝矿业有限公司	0.33	1.66
	合计	3.35	16.88
2015 年	安徽华茂进出口有限公司	1.08	5.61
	安徽华鹏纺织有限公司	0.62	3.21
	常州市武进马杭色织布有限公司	0.46	2.40
	ALBINI (COTONIFICIO-ALBINI)	0.44	2.28
	KOTOBUKI-CO-LTD	0.43	2.22
	合计	3.03	15.72

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司产品销量波动较小，但受行业景气度下行影响，公司纱线和坯布产品的销售均价持续下滑，影响公司的盈利空间。公司坯布内销和出口结构变动不大；公司客户集中风险较低。

5. 投资情况

除了传统纺织业务，公司亦在合适的时机进行投资业务以创造投资收益、保障稳定的现金流。

投资规范方面，公司制定并执行《投资内部控制制度》。目前，公司证券部和财务部门负责公司对外投资事宜。公司投资决策流程相对规范，第一步、证券部和财务部门形成初步投资意向后，须首先向总经理办公会提出投资计划，申请立项；第二步、投资计划获准立项后，公司对拟投资项目进行合法性论证和可行性分析，目的是保证投资计划的合法合规，同时避免盲目对外投资，确保投资项目能够获得预期的投资回报；第三步、由公司董事会或总经理办公会批准实施投资，并依据实际情况确定为短期投资或长期投资；第四步、如果投资项目金额较大的，依据公司章程经董事会批准后，提案须提交股东大会审议进行最终批准。

投资范围方面，公司对外投资基本分为三类：其一、与公司主营业务密切相关的投资项目，该类投资主要是为了完善公司主营业务产业链，提高主营业务盈利能力；其二、金融股权类投资，近几年公司金融股权类投资为公司创造丰厚的投资收益，保证公司在行业景气度下行的情况下保持盈利；其三、直接或通过 PE 间接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的投资。

目前，公司主要开展的是金融股权类投资。

表 10 2013~2016 年 9 月公司投资收益情况（单位：亿元、%）

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~9 月
投资收益	2.71	6.36	2.75	1.70
净利润	1.76	3.57	0.45	0.44
投资收益占净利润比率	154.10	178.17	613.98	388.75

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2013~2015 年，公司投资收益呈波动增长态势，年均复合增长 0.87%。2014 年，公司取得 6.36 亿元投资收益，主要系公司出售其所持有广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）股权所致。近三年，公司投资收益占净利润比率分别为 154.10%、178.17%和 613.98%；2015 年，公司投资收益占公司净利润比大幅增长，主要受行业不景气影响，公司主营业务盈利水平较低所致。

总体看，公司处置金融资产取得的投资收益为公司带来可观的现金流入；公司所持金融资产质量较佳，但所持金融资产价值受股票二级市场的影响较大，对公司整体盈利能力稳定性的支持力度一般。

6. 关联交易

2013~2015 年，公司与合营企业及联营企业之间存在一定规模的关联交易，交易内容主要为棉花、纱、线等原材料及成品布。近三年，公司从关联方采购商品、接受劳务的金额分别为 2.94 亿元、2.36 亿元和 1.78 亿元，呈逐年减少趋势；其向关联方采购商品、接受劳务的金额占公司营业成本的比重分别为 15.45%、12.53%和 9.99%。近三年，公司向关联方出售商品、提供劳务的金额分别为 2.25 亿元、2.00 亿元和 1.76 亿元，分别占公司营业收入比重的 10.94%、10.10%和 9.11%。公司关联交易规模相对较小。

由于公司是深圳证券交易所上市公司，其关联交易行为受到深圳证券交易所较为严格的监管；公司关联交易遵循平等、自愿、等价、有偿的原则，且其关联交易的价格或取费以市场价格或收费为标准。公司关联交易对其经营独立性影响较小。

表 11 2013~2015 年公司关联交易情况（单位：亿元、%）

项 目	采购商品、接受劳务情况		出售商品、提供劳务情况	
	金额	占营业成本比重	金额	占营业收入比重
2013 年	2.94	15.45	2.25	10.94
2014 年	2.36	12.53	2.00	10.10
2015 年	1.78	9.99	1.76	9.11

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司关联交易规模不大，对公司经营业绩及经营独立性影响有限。

7. 经营效率

2013~2015 年，公司应收账款周转率分别为 14.53 次、11.83 次和 10.35 次，呈逐年下降态势，主要系行业下游需求不振，公司营业收入下降，同时，对部分信用较好的长期客户给与了一定的账期所致；受同样因素影响，公司总资产周转率分别为 0.32 次、0.31 次和 0.25 次，亦呈逐年下降态势；2013~2015 年，公司存货周转率分别为 5.19 次、4.48 次和 3.92 次，呈逐年下降态势，主要系国家取消了棉花收储政策后，公司保证高品质棉花供应稳定，增加了部分棉花的库存所致。2015 年，公司总资产周转率和应收账款周转率处于行业较低水平，存货周转率较高；公司整体经营效率有待改善。

表 12 2015 年同行业公司经营效率指标（单位：次）

代码	证券简称	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率
002072.SZ	凯瑞德	0.07	0.27	0.44
002042.SZ	华孚色纺	0.74	7.78	2.31
002083.SZ	孚日股份	0.54	9.32	1.59
000726.SZ	鲁泰 A	0.69	16.95	2.48

601339.SH	百隆东方	0.47	10.95	1.36
002087.SZ	新野纺织	0.52	5.66	2.34
600510.SH	黑牡丹	0.24	1.30	0.53
600493.SH	凤竹纺织	0.69	5.67	3.55
600156.SH	华升股份	0.66	5.00	2.20
600152.SH	维科精华	0.47	7.86	4.43
行业均值		0.55	7.52	2.75
000850.SZ	华茂股份	0.25	5.70	4.38

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，受行业下游需求不振影响，公司整体经营效率持续下降，与同行业相比，公司目前整体经营效率处于行业中下游水平，公司经营效率有待改善。

8. 重大事项

(1) 股权交易

公司投资 1,200 万元参股深圳市海云天科技股份有限公司（以下简称“深圳海云天”），2015 年，深圳海云天与拓维信息系统股份有限公司（深圳证券交易所中小板上市公司，股票简称：拓维信息，股票代码：002261）进行并购重组，拓维信息以发行股份及支付现金的方式收购深圳海云天 100% 股份，并以增发股份及支付现金作为本次交易的对价。交易完成后公司取得交易对价金额 2,674.42 万元，全额折算对价股份 1,630,742 股，交易产生的差额计入公司“资本公积”科目，不影响当期损益。

(2) 股权转让

公司投资 750 万元投资上海盖世网络技术有限公司（以下简称“盖世网络”），持股比例为 10%。2015 年，公司以 1,250 万元转让所持盖世网络股权，截至 2015 年 12 月 31 日，公司已收到全额转让款。

(3) 重大增资扩股

新疆利华棉业股份有限公司（以下简称“利华棉业”）成立于 2004 年 8 月，目前是以农业的种植、农产品加工、销售为主的国家级农业产业化重点龙头企业。为充分发挥新疆棉花在全国的市场优势地位，2016 年 8 月，公司董事会通过了《关于参与新疆利华棉业股份有限公司增资的议案》，拟以 4.12 元/股的价格投资 7,255.32 万元购买利华棉业 1,761.00 万股新增发行股份。

总体看，公司主营业务产业链将得到进一步完善，同时，上述重大事项对公司未来盈利能力及经营能力存在一定不确定性影响。

9. 重大在建工程情况

公司收购浏阳市鑫磊矿业开发有限公司后，完成了环保工程、安全工程建设，取得环保许可证、安全生产许可证，顺利完成了采矿许可证的延续。同时进行了采掘工程建设和选矿系统整改，达到了设计生产能力和质量指标。截至 2015 年底，生产铜矿石 16.58 万吨，销售铜精矿 6,024.25 吨，累计实现销售收入 3,230 万元。2015 年在有色金属市场极其低迷的情况下首次实现盈利。

公司收购昆明市东川区老明槽矿业有限公司后，完成了环保工程、安全工程建设，取得环保许可证、安全生产许可证新非煤矿山民爆许可证。同时，公司完成了片区开拓掘进全线贯通及选厂设备改造和通风系统改进，连续两年获得政府环保工作奖励共 100 万元，初步达到设计生产能力和质量指标。截至 2015 年底，生产铜矿石 45.93 万吨，销售金融铜 1,233 吨，银 880 千克，累计实现销

售收入 3,627 万元。2015 年初，按照当地政府的区域内所有矿山停产整改及相关矿山整合的文件要求暂时停产。现阶段正在组织办理采矿权许可证的延期及做好安全环保等各项基础工作，随时准备复产。

表 13 截至 2015 年底公司主要在建工程情况（单位：万元）

项 目	本期 增加金额	本期转入 固定资产金额	期末余额
老明槽矿井工程	168.96	9.67	1,485.72
鑫磊矿井工程	716.79	721.10	44.91
合计	885.75	730.77	1,530.63

资料来源：公司年报，联合评级整理。

总体看，目前公司在建项目规模较小，且主要为矿井工程，现阶段正在组织办理采矿权许可证的延期及安全环保等各项基础工作，未来矿井工程资金投入不确定。

10. 经营关注

（1）棉花价格波动风险

棉花是公司最主要的原材料，其价格波动会对产品成本产生直接而显著的影响。由于棉花价格受气候环境、供求关系和政策等因素的影响较大，近年来棉花价格一直在较高位置波动。棉花价格持续波动不利于公司生产经营计划的安排。

（2）激烈生产竞争导致产品价格下跌风险

纺织行业发展非常成熟、规模庞大且竞争激烈。尽管公司与行业内其他公司相比在规模、产品质量和技术等方面具有一定的优势，但是随着行业内整合加速，淘汰落后产能的步伐加快。行业竞争可能会进一步加强，如果公司不能及时调整发展战略更新技术，会面临较大的行业竞争压力。

（3）安全生产风险

公司生产所需主要原材料为易燃易爆品，如果公司在未来经营中不慎发生失火事件，将对公司产生重大经营损失，对公司持续经营造成不利影响。同时，国家对生产安全标准逐渐提高，可能会导致公司在安全生产方面面临较大规模的支出。

（4）汇率波动风险

近三年，公司对外出口的业务收入占主营业务收入一定比例，且结汇以美元结算。美元和人民币汇率随着国内外政治、经济环境的变化而波动，具有一定的不确定性。如果汇率波动较大，将会对未来的出口销售及未来的汇兑损益带来一定的影响。

11. 未来发展

棉纺织行业虽然目前面临成本上涨、利润下降等困难，但从长远来看，我国纺织行业仍有很大的发展空间，棉纺织企业仍处于大有可为的战略期。随着消费升级和城镇化进程的加快，将为纺织行业产品的消费提供新的空间；棉花直补政策的推行，人力成本开始自然增长、环保成本见顶、主要原材料棉花价格继续下降，棉纺织企业有望在 2016 年迎来困境逆转，提升国际竞争力。

面对棉花原料突出的结构性矛盾，下游纱、布及纺织品需求减少，产品价格下滑、综合成本上升、国际竞争加剧等问题，公司在积极拓展海外优质客户的同时，引进先进的技术和品牌引领。目前，公司立足主业、多元经营协同发展的战略和“三加一”发展模式；并以产权为纽带，打造纺织主业价值链；以金融为平台，打造资本运作价值链；以新材料、新纤维为起步，打造高新技术应用价值链；以华茂品牌为依托，打造轻资产营销模式。

总体上看，公司未来发展战略清晰，有利于公司综合竞争力的提高。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013 年、2014 年和 2015 年财务报表已经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2016 年三季度报未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。

从合并范围变化来看，2014 年公司合并范围新增 1 家新设子公司，为安徽华茂纺织染整技术研究院；2015 年公司通过投资新设 5 家子公司，分别为阿拉山口华茂纺织有限公司、阿拉山口华泰进出口有限公司、安庆华欣产业用布有限公司、新疆阿拉尔华经纺织有限公司（以下简称“华经纺织”）、安庆华一纺织科技有限公司。由于合并范围变化主要系新设子公司所致，且公司主营业务并未发生变化，公司财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 85.72 亿元，负债合计 31.42 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.30 亿元，其中归属于母公司所有者权益 52.64 亿元。2015 年，公司实现营业总收入 19.30 亿元，净利润（含少数股东损益）0.45 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.67 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.35 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 79.52 亿元，负债总额 32.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）47.31 亿元，其中归属于母公司所有者权益 45.66 亿元。2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 13.28 亿元，净利润（含少数股东损益）0.44 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.85 亿元，现金及现金等价物增加额 2.63 亿元。

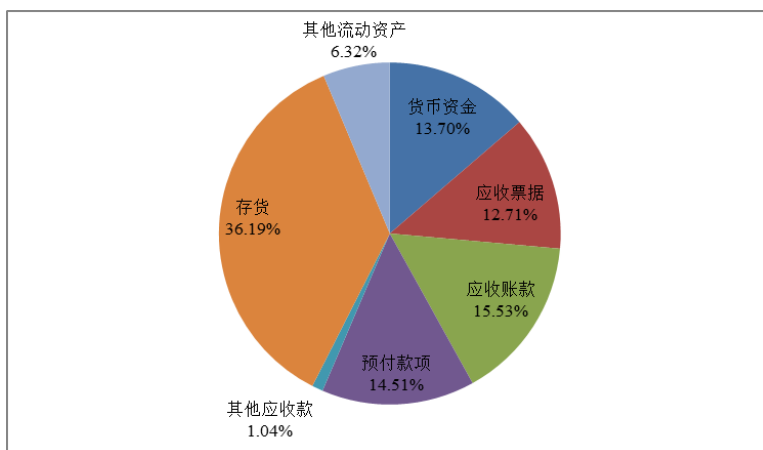
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额呈逐年增长趋势，年均复合增长 17.90%，主要系非流动资产增长所致。截至 2015 年底，公司资产总额为 85.72 亿元，较年初增长 28.36%，其中，流动资产 11.06 亿元（占 12.90%），非流动资产 74.66 亿元（占 87.10%），公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产呈波动增长趋势，年均复合增长 9.57%。截至 2015 年底，公司流动资产合计 11.06 亿元，较年初减少 28.60%，主要系其他流动资产大幅减少所致。截至 2015 年底，公司流动资产主要由货币资金（占比 13.70%）、应收票据（占 12.71%）、应收账款（占 15.53%）、预付款项（占 14.51%）、存货（占 36.19%）和其他流动资产（占 6.32%）构成。

图4 截至2015年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2013~2015年，公司货币资金呈波动下降趋势，年均复合减少4.00%。截至2014年底，公司货币资金为1.16亿元，较年初减少29.33%，主要系公司偿还银行借款所致。截至2015年底，公司货币资金为1.52亿元，较年初增长30.42%，主要系经营活动现金净流入所致；公司货币资金以银行存款为主（占比98.37%）。截至2015年底，其他货币资金期末余额中存放于证券公司的存出投资款为0.02亿，其他剩余款项为信用卡存款。除上述事项外，期末货币资金中无其他因抵押或冻结等对使用有限制和潜在回收风险的款项。

2013~2015年，公司应收票据呈逐年减少趋势，年均复合减少13.16%，主要系2015年以来公司大幅减少票据结算方式所致。截至2015年底，公司应收票据为1.41亿元，较年初减少23.71%；公司应收票据全部为银行承兑汇票。

2013~2015年，公司应收账款呈现波动增长趋势，年复合增长12.11%。截至2014年底，公司应收账款账面价值为1.73亿元，较年初增长26.78%，主要系纺织品市场整体不景气，公司部分下游客户延迟付款所致。截至2015年底，公司应收账款账面价值为1.72亿元，较年初小幅减少0.86%。公司按账龄法计提坏账准备的应收款余额为1.85亿元，共计提坏账准备0.13亿元（计提比例为6.95%）；公司单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款余额0.01亿元，并全部计提坏账准备。公司应收账款账龄1年以内的占比98.64%，回收风险小。公司按欠款方归集前五大客户应收账款余额合计0.43亿元，占比23.40%，集中度一般。

表14 2015年前五大应收账款欠款方情况（单位：万元、%）

单位名称	期末余额	占比	坏账准备	账龄
ALBINI COTONIFICIO-ALBINI	1,927.72	10.38	115.66	1年以内
常州市武进马杭色织布有限公司	712.78	3.84	42.77	1年以内
WAH-FUNG-KNITTERS	580.82	3.13	34.85	1年以内
浙江美欣达印染集团股份有限公司	567.20	3.05	34.03	1年以内
MANTAFIL	557.81	3.00	33.47	1年以内
合计	4,346.33	23.40	260.78	--

资料来源：公司年报

2013~2015年，公司预付款项呈现波动增长趋势，年均复合增长52.05%。截至2014年底，公司预付款项账面价值为1.95亿元，较年初增长181.47%，主要系公司根据生产需要，预付的原棉采购款金额较大所致。截至2015年底，公司预付款项账面价值为1.60亿元，较年初减少17.87%，主要

系新上市棉花价格有所下降所致。

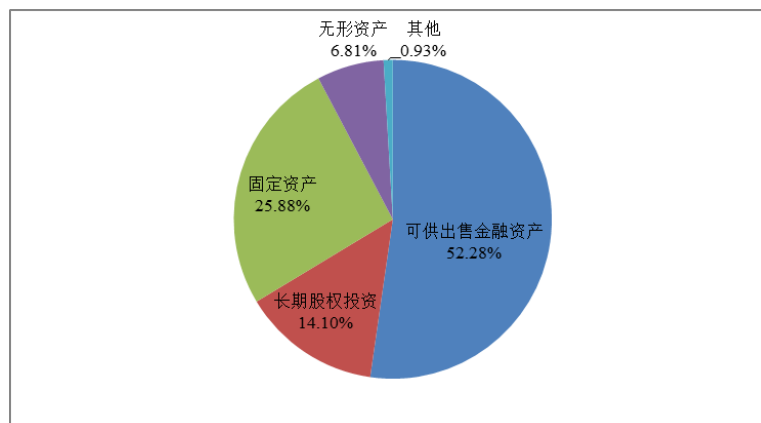
2013~2015 年，公司存货呈现波动增长趋势，年均复合增长 9.62%。截至 2015 年底，公司存货账面价值合计 4.00 亿元，较年初小幅减少 3.57%；公司存货主要由库存商品（占比 48.38%）、原材料（占比 39.40%）和在产品（占比 12.17%）构成；公司对存货计提的跌价准备合计 0.42 亿元，计提比例为 9.47%。国家取消了棉花收储政策后，棉花价格出现一定幅度下降；但考虑到公司所采棉花品质较高，且主要产品系纱线和坯布均系中高端产品，公司对存货计提的跌价准备较为充分。

2013~2015 年，公司其他流动资产呈现稳步上升趋势，年复合增长 1,738.28%。截至 2014 年底，公司其他流动资产为 4.51 亿元，较年初增长 217,691.68%，主要系购买固定收益凭证¹所致。截至 2015 年底，公司其他流动资产合计 0.70 亿元，较年初减少 84.48%，主要系公司购买的理财产品到期收回所致。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产规模呈波动增长趋势，年均复合增长 19.31%。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 74.66 亿元，较年初大幅增长 45.57%，主要系可供出售的金融资产和长期股权投资大幅增长所致。截至 2015 年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 52.28%）、长期股权投资（占 14.10%）、固定资产（占 25.88%）和无形资产（占 6.81%）构成。

图 5 截至 2015 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司可供出售金融资产规模呈波动增长趋势，年均复合增长 32.67%；截至 2015 年底，公司可供出售金融资产余额为 39.03 亿元，较年初大幅增长 77.60%，主要系公司所持有的国泰君安证券在 2015 年成功发行上市，公司对国泰君安股票的核算由以成本法计量转为以公允价值计量所致。可供出售金融资产主要包括公司持有的广发证券股票、徽商银行股票和国泰君安股票等。截至 2015 年底，公司持有广发证券股票 5,020 万股；持有徽商银行股份有限公司股份 6,498.81 万股；持有国泰君安证券股份有限公司 9,529.99 万股。公司可供出售金融资产规模较大，变现能力强，同时，受二级市场价格变动影响较大。

2013~2015 年，公司长期股权投资规模呈波动上升趋势，年均复合增长 115.19%。截至 2015 年底，公司长期股权投资 10.52 亿元，较年初大幅增长 381.14%，主要系公司新增对重庆当代砾石股权投资管理有限公司投资 8.00 亿元所致。

2013~2015 年，公司固定资产规模有所波动，年均复合减少 0.63%。截至 2015 年底，公司固定

¹ 公司购买的理财产品为财富证券有限责任公司的“财富证券收益凭证富丰 8 号”，年化固定收益率 6%，期限 110 天。

资产 19.32 亿元，较年初减少 8.85%，主要系生产设备折旧所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物 7.49 亿元（占 38.74%）、生产设备 10.40 亿元（占 53.84%）和动力设备 0.91 亿元（占 4.70%）构成。截至 2015 年底，公司固定资产累计折旧 15.93 亿元，计提比例为 44.82%；固定资产成新率 57.02%，成新率一般。

2013~2015 年，公司无形资产逐年减少，年均复合减少 3.96%。截至 2015 年底，公司无形资产账面价值为 5.09 亿元，较上年减少 2.88%，主要系摊销所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 29.19%）和采矿权（占 68.00%）构成。截至 2015 年底，公司无形资产累计摊销 1.01 亿元，摊销比例为 16.51%。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额为 79.52 亿元，较年初减少 7.22%，主要系非流动资产减少所致。截至 2016 年 9 月底，公司非流动资产为 65.36 亿元，较年初减少 12.46%，主要系公司持有的国泰君安等上市公司股票价格下跌，导致公司可供出售金融资产较年初减少了 21.95%所致。截至 2016 年 9 月底，公司流动资产占比 17.82%，较年初提高 4.92 个百分点；非流动资产占比 82.18%。公司资产构成依然以非流动资产为主。

总体看，公司流动资产占比较小，但以股票为主的可供出售金融资产规模较大，虽然其价值易受二级市场股票价格波动影响，但变现能力强，能够对公司现金流形成有力补充。公司整体资产质量一般。

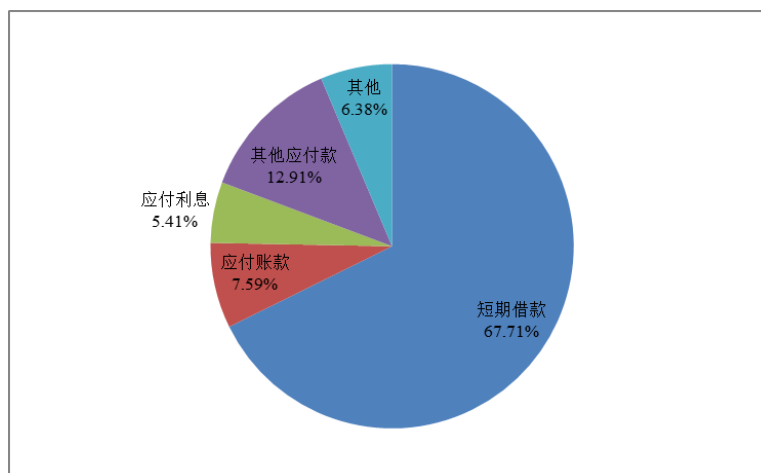
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债规模呈波动增长趋势，年均复合增长 2.96%。截至 2015 年底，公司负债合计 31.42 亿元，较年初增长 15.60%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占比 38.27%，非流动负债占比 61.73%，公司负债以非流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债呈波动下降趋势，年均复合减少 4.01%。截至 2015 年底，公司流动负债 12.02 亿元，较年初变动不大；流动负债主要由短期借款（占比 67.71%）、应付账款（占比 7.59%）、应付利息（占比 5.41%）和其他应付款（占比 12.91%）构成。

图 6 截至 2015 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司短期借款金额呈波动减少趋势，年均复合减少 3.11%。截至 2014 年底，公司短期借款为 4.97 亿元，较年初减少 42.75%，主要系公司大规模偿还银行借款所致。截至 2015 年

底，公司短期借款 8.14 亿元，较年初大幅增长 63.95%，主要系公司存在资金需求增加借款所致。公司短期借款由保证借款 0.50 亿元（占比 6.14%）和信用借款 7.64 亿元（占比 93.86%）构成。

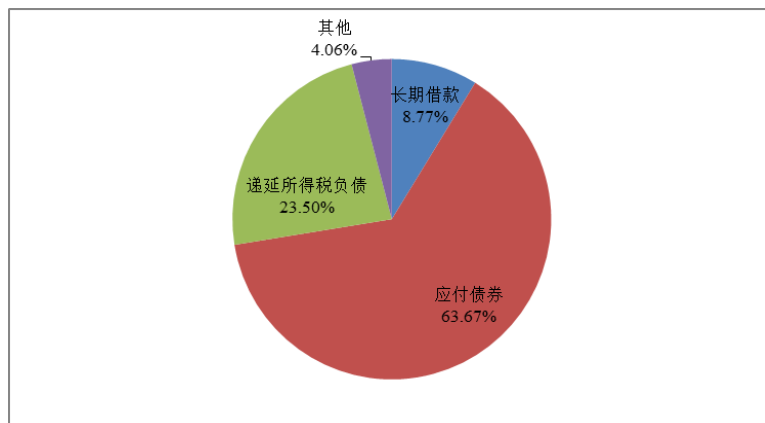
2013~2015 年，公司应付账款金额呈逐年减少趋势，年均复合减少 19.99%。截至 2015 年底，受应付棉花材料款和应付工程设备款减少影响，公司应付账款为 0.91 亿元，较年初减少 27.36%。公司应付账款主要由材料款 0.71 亿元（占比 78.27%）、工程设备款 0.11 亿元（占比 11.85%），运费 0.04 亿元（占比 4.14%）构成。

2013~2015 年，公司其他应付款呈波动减少趋势，年均复合减少 8.63%。截至 2014 年底，公司其他应付款为 1.50 亿元，较年初减少 19.37%，主要系子公司欠款大幅减少所致²。截至 2015 年底，公司其他应付款为 1.55 亿元，较年初小幅增长 3.54%。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债呈波动减少趋势。截至 2015 年底，公司无一年内到期的长期借款。

2013~2015 年，公司非流动负债呈波动增长趋势，年均复合增长 8.13%。截至 2015 年底，公司非流动负债 19.39 亿元，较年初增长 26.20%，主要系长期借款和递延所得税负债大幅增长所致。截至 2015 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比 8.77%）、应付债券（占比 63.67%）和递延所得税负债（占比 23.50%）构成。

图 7 截至 2015 年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司长期借款金额呈波动减少趋势，年均复合减少 8.09%。截至 2015 年底，公司长期借款 1.70 亿元，较年初增长 553.85%，主要系年初公司长期借款较少，2015 年新增两笔长期借款导致增长幅度较大所致。公司长期借均由华茂集团提供担保。

2013~2015 年，公司应付债券余额基本保持不变，年均复合增长 0.25%。截至 2015 年底，公司应付债券余额为 12.35 亿元，分别为“08 皖华茂债”和“12 华茂债”。公司近两年存在一定的还款压力。

表 15 截至 2015 年底公司应付债券情况（单位：亿元、%）

债券名称	面值	到期日	债券期限	票面利率
08 皖华茂债	4.0	2018 年 1 月	10 年	6.52
12 华茂债	8.4	2017 年 4 月	5 年	6.30

资料来源：公司年报

² 主要为华经纺织欠经纬纺织机械股份有限公司款项，新疆华茂阿拉尔纺织有限公司向安庆振风典当有限公司、新疆诚达国有资产经营有限责任公司和阿拉尔骏达物流有限公司的借款，以及老明槽矿业欠其原股东罗兴华款项。其中，华经纺织欠经纬纺织机械股份有限公司款项、新疆华茂阿拉尔纺织有限公司向安庆振风典当有限公司的借款系有息债务，故计入短期债务进行测算。

2013~2015 年，公司递延所得税负债呈现逐年上升趋势，年均复合增长 95.83%。截至 2015 年底，公司递延所得税负债为 4.56 亿元，较年初大幅增长 133.98%，主要系可供出售金融资产的公允价值变动较大所致。

2013~2015 年，公司全部债务规模呈波动减少态势，年均复合减少 2.72%。截至 2015 年底，公司短期债务和长期债务分别为 8.16 亿元和 14.05 亿元，分别较年初增长 17.46%和 11.70%，公司债务负担有所加重。公司长期债务分别于 2018 年和 2017 年到期，使得公司存在一定集中偿付压力。从偿债指标来看，由于公司可供出售金融资产公允价值变动，资产规模和所有者权益快速增长，2013~2015 年，公司资产负债率逐年下降，分别为 48.06%、40.70%和 36.65%；全部债务资本化比率也有所下降，分别为 42.29%、33.02%和 29.03%；长期债务资本化比率也呈逐年下降趋势，分别为 30.87%、24.11%和 20.55%。整体看，2013~2015 年，公司负债水平相对较低，债务负担较轻。

截至 2016 年 9 月底，公司负债规模为 32.22 亿元，较年初增长 2.55%，主要系其他应付款增长所致；其中，流动负债占比 39.66%，非流动负债占比 60.34%，公司负债仍以非流动负债为主。

截至 2016 年 9 月底，公司全部债务为 23.73 亿元，较年初增长 6.87%，主要系长期借款增加所致；其中，短期债务和长期债务分别占比 35.10%和 64.90%。从偿债指标来看，截至 2016 年 9 月底，公司资产负债率较年初上升 3.86 个百分点至 40.51%；全部债务资本化比率较年初上升 4.38 个百分点至 33.41%；长期债务资本化比率较年初上升 4.01 个百分点至 24.56%。

总体看，公司负债结构比较合理，债务指标逐年下降，整体债务负担较轻；但近两年存在一定的集中偿付压力。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 30.21%，主要系其他综合收益大幅增长所致。截至 2015 年底，公司所有者权益为 54.30 亿元，较年初增长 37.12%；其中归属于母公司所有者权益占比 96.94%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 17.93%，资本公积占 1.15%，其他综合收益占 47.34%，专项储备占 0.05%，盈余公积占 5.82%，未分配利润占 27.71%。

2013~2015 年，公司其他综合收益呈逐年大幅增长趋势，年复合增长 102.21%。截至 2015 年底，公司其他综合收益 24.92 亿元，较年初增长 145.88%，主要系国泰君安证券成功上市，公司可供出售金融资产公允价值大幅增长所致。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益为 47.31 亿元，较年初减少 12.88%，主要系公司持有的国泰君安等股票价格下跌导致其他综合收益大幅减少所致。截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占比 96.51%；其中，实收资本占 20.67%，资本公积占 1.34%，其他综合收益占 39.98%，专项储备占 0.07%，盈余公积占 6.71%，未分配利润占 31.24%。

总体看，公司所有者权益中未分配利润与其他综合收益占比较大，且其他综合收益规模受所持股票影响，公允价值变动幅度大，公司所有者权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入呈逐年减少趋势，年均复合减少 3.15%，主要系纺织行业景气度下行，导致相关产品销售价格下降所致；2015 年，公司营业收入为 19.30 亿元，较上年减少 2.59%。2013~2015 年，公司营业成本亦呈逐年减少趋势，年均复合减少 3.17%，主要系棉花收储政策取消，棉花价格持续缓慢下降所致；2015 年，公司营业成本为 17.86 亿元，较上年减少 5.11%。由于近三年公司持有或处置金融股权所带来的投资收益波动较大，2013~2015 年，公司营业利润分别为 1.58 亿元、3.89 亿元和 0.36 亿元，呈大幅波动减少态势。

2013~2015 年，公司期间费用总额呈逐年增长态势，年均复合增长 14.19%，主要系管理费用大幅增长所致。2015 年，公司费用总额为 3.11 亿元，较上年增长 6.85%；其中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 10.42%、49.26%和 40.32%。2013~2015 年，公司销售费用分别为 0.31 亿元、0.31 亿元和 0.32 亿元，整体变动不大。2013~2015 年，公司管理费用呈逐年增长趋势，年均复合增长 24.18%；2015 年，公司管理费用为 1.53 亿元，较上年大幅增长 35.00%，主要系研发费用投入较大，同时子公司华茂经纬的闲置设备折旧计入管理费用，导致管理费用增加较大。2013~2015 年，公司财务费用呈波动增长趋势，年均复合增长 7.63%；2015 年，公司财务费用为 1.25 亿元，较上年减少 14.33%，主要系公司对前期利率较高的贷款进行置换所致。综合上述分析，近三年，费用收入比分别为 11.59%、14.69%和 16.11%，公司费用支出占营业收入的比重持续上升，公司费用控制能力有待提升。

2013~2015 年，公司取得的投资收益波动较大，分别为 2.71 亿元，6.36 亿元和 2.75 亿元，占当期营业利润的比例分别为 171.19%、163.69%和 772.84%。2014 年，公司投资收益较 2013 年增长 134.99%，主要系公司处置其持有的广发证券股票，取得 5.89 亿元投资收益所致。2015 年，公司投资收益同比减少 56.70%，主要系公司当年处置广发证券股票的规模较小，当年仅取得投资收益 2.02 亿元所致。

2013~2015 年，公司营业外收入呈波动减少态势，年均复合减少 16.53%，主要是收到的政府补助减少所致。2015 年度，政府补助金额为 0.34 亿元，占营业外收入的比重为 80.32%，同比下降 40.20%。公司政府补助主要为因公司从事国家鼓励和扶持特定行业、产业而获得的补助，包括出疆棉运费补贴、水电费补贴、棉纱和棉布运费补贴、棉纱和棉布运费补贴、高档精品紧密纺项目补贴等。

从各项盈利指标来看，随着公司资产和所有者权益规模的扩大，2013~2015 年，公司总资产收益率分别为 11.10%、8.78%和 2.61%，呈逐年大幅下降态势。公司总资产报酬率亦呈逐年下降趋势，近三年分别为 5.33%、9.13%和 2.67%。2013~2015 年，公司净资产收益率分别为 10.97%、9.97%和 0.96%。整体看，虽然公司投资收益形成了对公司盈利的有力补充，但考虑到公司利润的形成主要依赖于可供出售金融资产的处置，公司依靠主营业务实现利润留存的能力薄弱，因此公司实际盈利能力不佳。从同行业公司对比来看，公司销售毛利率、净资产收益率和总资产报酬率均处于行业较低水平。

表 16 2015 年同行业盈利能力指标比较（单位：%）

代码	证券简称	净资产收益率	总资产收益率	销售毛利率
002072.SZ	凯瑞德	-78.76	-7.01	-40.45
002042.SZ	华孚色纺	9.53	6.02	13.31
002083.SZ	孚日股份	10.80	7.35	21.15
000726.SZ	鲁泰 A	10.61	10.11	29.05
601339.SH	百隆东方	4.89	3.83	17.65
002087.SZ	新野纺织	5.94	5.10	15.96
600510.SH	黑牡丹	4.81	2.12	14.74
600493.SH	凤竹纺织	2.04	3.02	14.55
600156.SH	华升股份	1.35	1.37	7.68
600152.SH	维科精华	7.53	4.15	9.10
行业均值		-2.13	3.61	10.27
000850.SZ	华茂股份	1.80	2.63	6.40

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。

2016 年 1~9 月，公司实现营业总收入 13.28 亿元，较上年同期下降 5.13%，主要是受纺织行业的季节性影响，春夏两季纺织市场需求较弱，导致销售收入较少所致；实现净利润 0.44 亿元，较上年同期下降 56.17%，主要系投资收益较同期大幅减少所致；其中归属于母公司所有者的净利润为 0.62 亿元，较上年同期下降 46.13%。

总体看，公司营业收入呈现逐年下降趋势，公司的利润实现主要依赖对金融资产的处置，公司主营业务盈利能力偏弱，需持续关注公司盈利能力的变化。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2013~2015 年，公司经营活动现金流入量分别为 25.52 亿元、24.65 亿元和 24.11 亿元，年均复合减少 2.81%，主要系公司主营产品价格下降所致。2013~2015 年，公司经营活动现金流出呈波动减少趋势，年均复合减少 3.71%；2014 年，公司经营活动现金流出为 24.75 亿元，较上年增长 2.31%，主要系国家棉花收储政策取消后，公司为保障高品质棉花供应，增加棉花采购所致；2015 年，公司经营活动现金流出为 22.43 亿元，较上年大幅减少 9.37%，主要系公司棉花采购均价下降所致。综上，2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.33 亿元、-977.65 万元和 1.67 亿元。从收入实现质量来看，2013~2015 年，公司的现金收入比分别为 118.87%、121.09%和 122.21%。

从投资活动情况来看，2013~2015 年，公司投资活动现金流入呈波动增长趋势，年均复合增长 19.21%；2014 年，公司投资活动现金流入为 12.33 亿元，较上年大幅增长 138.56%，主要系公司处置了部分广发证券股份，收到的现金较多所致；2015 年，公司投资活动现金流入为 7.34 亿元，较上年下降 40.43%。2013~2015 年，公司投资活动现金流出量分别为 3.46 亿元、6.94 亿元和 9.59 亿元，年复合增长 66.42%，主要系由于公司进行了较多的股权投资所致。综合上述分析，2013~2015 年，公司投资活动现金流净额分别为 1.71 亿元、5.39 亿元和 -2.24 亿元。

从筹资活动情况来看，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入分别为 17.17 亿元、13.44 亿元和 16.13 亿元，呈波动减少趋势，主要系公司金融股权投资板块所实现的现金流相对稳定，公司一定程度减少借款所致。2013~2015 年，公司筹资活动现金流出分别为 20.69 亿元、19.20 亿元和 15.24 亿元，呈逐年减少趋势，主要系公司应偿付债务规模下降，公司偿付压力减轻所致。综合上述分析，2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -3.52 亿元、-5.77 亿元和 0.89 亿元。

2016 年 1~9 月，公司经营活动现金净流入 1.85 亿元，较上年同期增长 407.81%，主要系支付的各项税费大幅减少所致；公司投资活动现金净流入 1.09 亿元，主要系公司对外投资金额大幅减少所致；公司筹资活动现金净流出 0.33 亿元，主要系公司向银行借款减少且分配股利所支付一定现金所致。

总体看，2015 年以来公司经营现金流呈净流入态势，但由于进行股权投资导致投资活动的现金流出较大，公司仍保持着较大规模的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司流动比率分别为 0.71 倍、1.31 倍和 0.92 倍，呈波动上升趋势，主要系公司出售部分广发证券的股票导致公司流动资金充沛所致。2015 年，公司流动比率较上年大幅下降，主要系公司将理财产品到期所收到的资金用于长期股权投资所致。基于同样原因，2013~2015 年，公司速动比率分别为 0.45 倍、0.96 倍和 0.59 倍，呈波动上升趋势。2015 年，公司速动比率较上年大幅下降。2013~2015 年，公司现金短期债务比分别为 0.38 倍、0.43 倍和 0.36

倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可；经营现金流动负债比率分别为 10.19%、-0.83%和 13.92%，经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015 年，受利润总额波动减少影响，公司 EBITDA 波动减少，分别为 5.51 亿元、8.01 亿元和 4.35 亿元；2015 年公司 EBITDA 由折旧（占比 46.49%）、摊销（占比 6.63%）、计入财务费用的利息支出（占比 30.43%）和利润总额（占比 16.45%）构成。2013~2015 年，公司 EBTIDA 利息倍数分别为 4.17 倍、5.48 倍和 3.29 倍；EBITDA 全部债务比分别为 0.23 倍、0.41 倍和 0.20 倍；公司 EBITDA 对全部债务的保障能力有所下降。考虑到公司长期持有一定规模金融资产及股权投资，未来可通过出售金融资产获取投资收益，对公司债务的偿还提供了保障。整体看，公司长期偿债能力尚可。

公司与国内主要商业银行建立了良好的合作关系，截至 2016 年 9 月底，公司获得的银行授信总额为 24.48 亿元；其中，已使用人民币 11.36 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据企业提供的代码为 G1034080300000010I 的人民银行征信报告，截至 2016 年 11 月 25 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，但有 3 笔已结清的关注类贸易融资和 2 笔已结清的关注类票据贴现业务，该 5 笔融资和票据均已正常结清。整体上看，公司过往债务履约情况正常。

截至 2016 年 9 月底，公司无对外担保、不存在重大未决诉讼。

总体看，公司整体债务负担较轻，考虑到公司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，公司的整体偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 9 月底，公司全部债务总额为 23.73 亿元，本次拟发行债券规模为 6.5 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行对公司整体债务水平影响较大。以 2016 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 6.5 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 31.65%、38.99%和 45.01%，债务负担进一步加重。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2015 年的相关财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 4.35 亿元，为本次公司债券发行额度（6.5 亿元）的 0.67 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2015 年经营活动产生的现金流入 24.11 亿元，为本次公司债券发行额度（6.5 亿元）的 3.71 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本次债券覆盖程度较高；经营活动产生的现金净流入 1.67 亿元，为本次公司债券发行额度（6.5 亿元）的 0.26 倍，对本次债券覆盖程度较低。

综合以上分析，并考虑到公司自身经营及财务状况，以及公司在资源储备、资源禀赋、技术水平等方面的优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

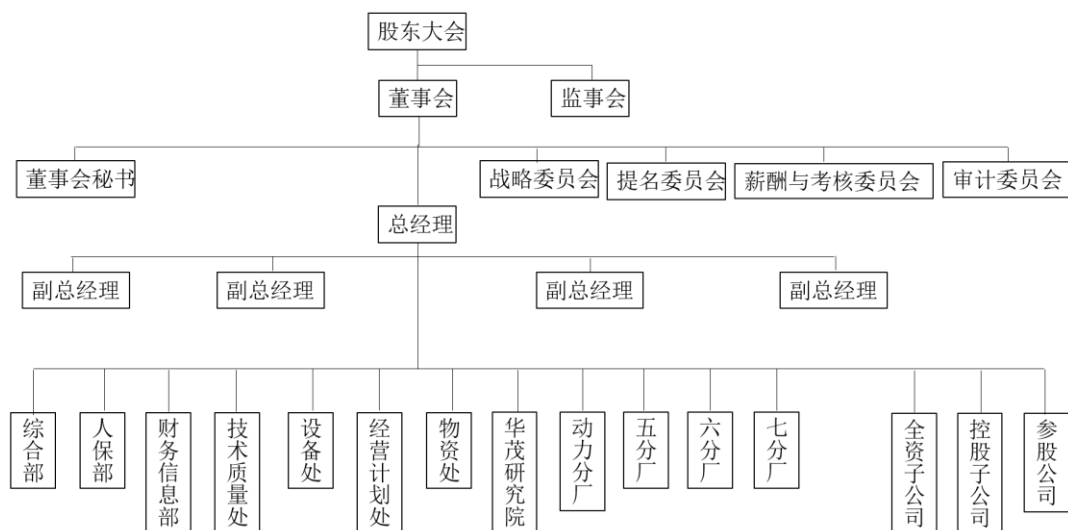
公司作为国内知名棉纺生产企业，在纱线、坯布生产领域处于领先地位，公司债务水平较低，债务负担较轻；公司持有较多优质的金融机构股权，可对公司利润及现金流形成有力保障。同时，

联合评级也关注到，受下游需求疲软的影响，公司主营业务收入有所减少、盈利能力较弱，费用控制能力较弱以及投资收益波动对利润影响较大等因素可能给公司信用水平带来不利影响。

未来，公司将继续以纺织作为其主营业务，并完成产业链纵向延伸。同时，公司将在金融领域持续深化价值投资，为公司现金流和盈利提供保障。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次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 安徽华茂纺织股份有限公司 组织结构图



附件 2 安徽华茂纺织股份有限公司

主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
资产总额（亿元）	61.66	66.78	85.72	79.52
所有者权益（亿元）	32.03	39.60	54.30	47.31
短期债务（亿元）	9.17	6.95	8.16	8.33
长期债务（亿元）	14.30	12.58	14.05	15.40
全部债务（亿元）	23.47	19.52	22.21	23.73
营业收入（亿元）	20.58	19.82	19.30	13.28
净利润（亿元）	1.76	3.57	0.45	0.44
EBITDA（亿元）	5.51	8.01	4.35	--
经营性净现金流（亿元）	1.33	-0.10	1.67	1.85
应收账款周转次数（次）	14.53	11.83	10.35	--
存货周转次数（次）	5.19	4.48	3.92	--
总资产周转次数（次）	0.32	0.31	0.25	0.16
现金收入比率（%）	118.87	121.09	122.21	119.42
总资本收益率（%）	11.10	8.78	2.61	--
总资产报酬率（%）	5.33	9.13	2.67	--
净资产收益率（%）	10.97	9.97	0.96	0.86
主营业务毛利率（%）	6.71	5.12	7.42	6.54
营业利润率（%）	6.82	3.98	6.33	6.41
费用收入比（%）	11.59	14.69	16.11	16.33
资产负债率（%）	48.06	40.70	36.65	40.51
全部债务资本化比率（%）	42.29	33.02	29.03	33.41
长期债务资本化比率（%）	30.87	24.11	20.55	24.56
EBITDA 利息倍数（倍）	4.17	5.48	3.29	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.23	0.41	0.20	--
流动比率（倍）	0.71	1.31	0.92	1.11
速动比率（倍）	0.45	0.96	0.59	0.82
现金短期债务比（倍）	0.38	0.43	0.36	0.62
经营现金流动负债比率（%）	10.19	-0.83	13.92	14.51
EBITDA/本次债券额度（倍）	0.85	1.23	0.67	--

注：1、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。2、公司 2016 年三季度相关财务指标未年化。

附件 3 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= (本次-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+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 4 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 2017 年公开发行公司债券（第一期）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，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年安徽华茂纺织股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（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相关状况，如发现安徽华茂纺织股份有限公司或本次（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，据以确认或调整本次（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。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送安徽华茂纺织股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一七年三月二十四日