

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015]1787 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维百隆东方股份有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15百隆东方CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年八月十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

百隆东方股份有限公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 百隆东方 CP001	3 亿元	2015/6/19-2016/6/19	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 8 月 11 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.39	6.99	9.64	10.65
资产总额(亿元)	86.76	88.91	102.01	103.67
所有者权益(亿元)	57.98	62.16	65.37	66.57
短期债务(亿元)	18.81	17.85	29.12	29.03
全部债务(亿元)	20.04	18.85	29.12	29.03
营业收入(亿元)	47.70	42.73	46.21	11.18
利润总额(亿元)	3.04	5.88	5.45	1.37
EBITDA(亿元)	5.03	7.61	7.93	--
经营性净现金流(亿元)	12.59	5.86	-1.60	-2.56
营业利润率(%)	14.23	18.84	19.36	19.23
净资产收益率(%)	4.33	8.17	7.24	--
资产负债率(%)	33.18	30.08	35.92	35.79
全部债务资本化比率(%)	25.69	23.27	30.82	30.36
流动比率(%)	259.09	260.35	182.74	185.66
全部债务/EBITDA(倍)	3.99	2.48	3.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.82	25.77	15.79	--
经营现金流动负债比(%)	51.50	25.80	-4.74	--

注: 1. 2015 年一季度财务数据未经审计;

2. 现金类资产已扣除受限资金。

分析师

王慧 赵楠

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 百隆东方股份有限公司(以下简称“百隆东方”或“公司”)作为专业从事色纺纱研发、生产和销售的大型民营企业, 所处的色纺纱行业前景较好、公司生产规模较大、盈利能力较强、技术水平优势明显、债务负担轻等竞争优势; 同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到棉花价格波动对公司盈利空间影响大、海外经营风险较大等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

作为区别于传统工艺的色纺纱行业, 行业发展前景较好。未来公司仍将专注于色纺纱业务, 随着2013年新增产能的释放, 以及在建项目的陆续完成, 公司生产规模有望进一步扩大, 且随着越南工厂的成本优势逐步发挥, 公司盈利能力有望提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合分析, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望为稳定, 并维持“15 百隆东方 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 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, 作为区别于传统纺织工艺的色纺纱行业, 产品附加值高, 发展前景较好。
2. 公司作为专业从事色纺纱研发、生产和销售的大型民营企业, 生产规模较大, 技术优势明显。
3. 跟踪期内, 公司债务负担略有上升, 但仍处于较轻水平。
4. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对本期短期融资券的覆盖程度强。

关注

1. 棉花价格变化对公司盈利空间影响较大。
2. 公司有息债务规模全部为短期债务, 债务

结构有待改善。

3. 公司经营性净现金流持续下降，经营获现能力波动下降。
4. 跟踪期内，公司存货占比较高，且未计提跌价准备，存在跌价风险。
5. 公司正在积极拓展海外业务，海外经营风险值得关注。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与百隆东方股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与百隆东方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。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因百隆东方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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由百隆东方股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至兑付日失效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于百隆东方股份有限公司主体长期信用及“15 百隆东方 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

百隆东方股份有限公司（以下简称“公司”或“百隆东方”）前身是成立于 2004 年 4 月的百隆东方有限公司，初始注册资本 2999 万美元。2004 年经宁波市对外贸易经济合作局批准，新国投资发展有限公司（以下简称“新国投资”）独资设立百隆东方有限公司。随后经过多次增资、增加股东、股权转让，2010 年 9 月改制为股份公司，截至 2010 年 9 月底，公司注册资本 6 亿元。2012 年 6 月，公司以网下向配售对象询价配售（以下简称“网下发行”）与网上资金申购发行（以下简称“网上发行”）相结合的方式发行普通股股票（发行公众股数量 15000 万股，实际募集资金 19.78 亿元），并在上海证券交易所挂牌交易（证券简称“百隆东方”、证券代码：601339）。截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 7.50 亿元，其中新国投资持股 32.24%，杨卫新持股 18.30%，杨卫国持股 10.18%（见附件 1-1）。

杨卫新、杨卫国兄弟二人系公司实际控制人，合计直接间接持有公司 74.45%的股权。其中，杨卫新、杨卫国直接持有公司 28.48%股权；杨卫新、杨卫国通过共同控制的新国投资间接持有公司 32.24%股权；同时，杨卫新通过全资持有的三牛公司、九牛公司间接持有公司 13.59%股权。杨卫国通过全资持有的深圳至和投资咨询有限公司间接持有公司 0.14%的股权。为保证公司控制权的稳定性和发展战略的持续性。2010 年 12 月 17 日，杨卫新和杨卫国两人自愿签订《一致行动协议》，成为一致行动人。

公司的经营范围包括：工程用特种纺织品、

纺织品、纺织服装、工艺玩具、体育用品生产；棉、麻种植；普通货物仓储；自营和代理各类商品和技术的进出口。（不涉及国营贸易管理商品，涉及配额、许可证管理商品的，按国家有关规定办理申请）；货运：普通货运（在许可证有效期内经营）。目前公司主要从事色纺纱的研发、生产及销售。

截至 2015 年 3 月底，公司设有办公室、采购部、技术部、财务部、资金部、基建部、投资发展部、纺厂管理部、染厂管理部、证券事务部、计划部等 26 个部门，并设有战略决策委员会、审计委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会。同时，公司拥有 17 家一级全资子公司。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额为 102.01 亿元，所有者权益 65.37 亿元；2014 年，公司实现营业收入 46.21 亿元，利润总额 5.45 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 103.67 亿元，所有者权益 66.57 亿元；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.18 亿元，利润总额 1.37 亿元。

公司注册地址：浙江省宁波市镇海区骆驼街道南二东路 1 号；法定代表人：杨卫新。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生

产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增

8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

（1）纺织行业

纺织行业是中国具有国际比较优势的传统行业之一，但该行业劳动密集型和亲周期性特点较明显，准入门槛低，竞争激烈，盈利能力普遍低下，行业风险总体较大。近年来，受国内外经济形势低迷影响，市场需求不振，产能过剩严重，并受原料价格波动、用工成本上升、节能环保要求趋严等因素的影响，企业盈利能力进一步降低，亏损面高企，中国纺织行业比较优势正在逐步削弱，行业风险进一步加大。

受全年棉价持续下行和下游需求不振的影响，2014 年纺织行业整体生产状况差于 2013 年，原料、用工成本、环境保护等压力持续加深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% 较低水平，另外生产和投资增速放缓，内销表现低迷，新兴纺织国家挤占市场份额等多重不利因素作用下，2014 年，纺织行业经营艰难。在此背景下，中国纺织行业积极推进结构调整和转型升级，加快产业合理布局，对节能减排加大投资力度以降低成本，努力克服成

本上涨、内外棉价差大、需求低迷等不利影响，调整存量，做优增量，行业运行基本平稳，但整体增速回落。

生产消费增速回落

2014年，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。纺织品服装出口金额3000亿美元，同比增长5.2%，增速低于上年6.2个百分点。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。

运行质量效益稳定

2014年，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。期间费用所占比重6.17%，略下降0.02个百分点，产成品周转率20.57次，提高0.8%，表明企业管理水平有所改善。

结构调整取得进展

2014年，纺织行业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，高于原料或半成品行业。纺织行业投资有所优化，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%。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。

(2) 色纺纱子行业

当前中国生产服装面料的主要工艺有三种：传统的匹染、色织布和色纺纱。

所谓色纺纱，就是先将纤维染成有色纤维，然后将两种以上不同颜色的纤维经过充分混合后，纺制成具有独特混色效果的纱线。色纺纱能实现白坯染色所不能达到的朦胧的立体效果和质感。色纺纱使用起来无污染，还可以最大程度地控制色差。因此，颜色柔和时尚、能够

应对小批量多品种灵活生产的色纺纱，被越来越多地运用于中高档服饰产品中。

色纺纱 80 年代起源于日本，后发展于韩国、台湾等地，进入 90 年代后，中国企业逐步进入该领域，并凭借劳动力丰沛、交货快、供货量大等优势逐渐占据市场主导地位。目前，除意大利等少数欧洲国家拥有少量产能外，全球绝大部分的色纺纱产能都集中在中国江苏和浙江地区，山东少数企业近些年刚刚涉足色纺纱生产，因而产量相对较小。

色纺纱行业出现在上世纪 80 年代以后，因其通过“先染色、后纺纱”的新技术手段，缩短了后续加工企业的生产流程，降低了生产成本，尤其是突破性地解决了传统染整行业污染较高的问题，极大地降低了能源消耗和环境破坏，因此具有较高的附加值。相对于采用“先纺纱、后染色”的传统工艺，色纺纱有较强的市场竞争力和较好的市场前景。

随着人们生活水平的不断提高，纺织品已不再是单纯的实用性消费品，除了基本的御寒遮体等功能以外，更多的是要体现时尚、健康、舒适、运动、环保元素，这就对纺织品的涉及和开发提出了更高的要求。由于色纺纱产品具有时尚性、环保性和科技性，且能以“小批量，多品种，快速反应”的特点响应快速多变的市场需求，因此受到市场的广泛欢迎。目前，国际市场色纺纱制品已十分流行，国内市场也在不断扩大，色纺纱的需求呈逐年上升趋势。

色纺纱相对于传统纺纱行业毛利率相对较高，多年来诸多企业试图进入色纺行业，但由于色纺纱市场尤其是高端色纺纱市场的进入壁垒较高且寡头垄断的竞争格局已基本形成，因此目前尚未有同等规模的竞争者出现，进入和退出该行业的企业数量基本相同。

色纺纱行业的下游主要是服装行业，具有比较明显的季节性特征。一方面，由于服装销售旺季始于年底或年初，大量的织布和成衣企业须提早备料进行生产，因此色纺纱行业在每年三月至九月为销售旺季；由于色纺行业为劳

动密集型行业，春节期间用功不稳定的因素亦对行业的生产销售有一定影响，造成 1~2 月销售相对较低的局面。另一方面，每年的 10~12 月，企业收购棉花的资金支出较大。

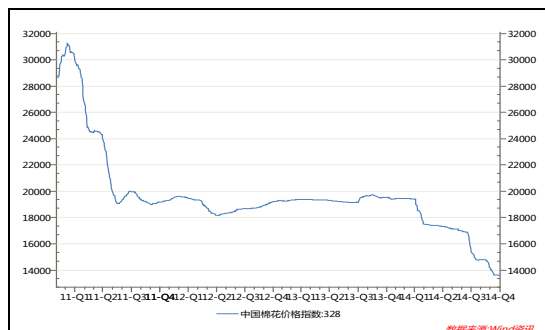
目前，色纺纱在服装面料领域中的应用比例分别为：毛衫 25%、针织面料 15%、梭织面料 3% 左右。毛衫的应用相对成熟，其外衣化的趋势是色纺纱增长的主要动因；针织面料领域应用的势头较好，运动服装面料、家居服面料、户外服装面料是主要的增长点；梭织面料领域应用尚处在起步阶段，增长潜力巨大，特别是家用纺织面料、衬衣及休闲装面料领域的应用。未来，随着人们服装品位的不断提升，以及对自然色的追求，色纺纱在纺织面料中的应用比例将会逐步提高，市场容量也将不断扩大。

2. 行业关注

(1) 棉花价格

图 1 2011 年以来棉花 328 价格走势

(单位：元/吨)



资料来源：wind 资讯

棉花是服装制造企业的三大原料之一，棉花价格的变动影响着行业的盈利水平。2011 年棉花价格大起大落但仍处于高位，2012 年 9 月，国家决定启动棉花临时收储，每吨棉花的收储价提高至 20400 元，高出国际棉价 5000 元/吨；2013 年，国家发改委调整了进口棉花配额限制以及滑准税税率，进口棉花大幅回落，中国棉花价格则延续了 2012 年 9 月以来的涨势。2014 年，棉花价格震荡下跌，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，到 2014 年底，328 级皮棉价格已经跌至 13000 元/吨。

(2) 节能环保

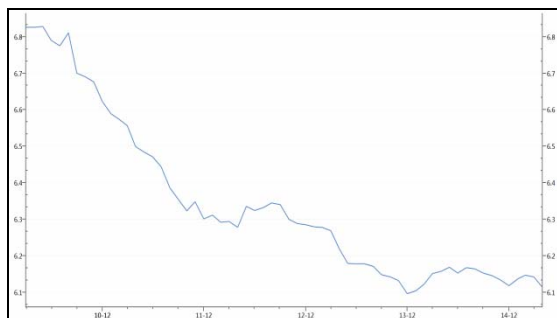
国家在淘汰落后生产能力和减少污染物排放总量等方面的要求和标准提高，纺织企业面临资金短缺、技术支撑不足及综合成本增加等多重压力，节能减排水平提升受到制约。特别是处于纺织产业链中间环节的印染企业，受环保问题影响，发展形势更为严峻。部分地方政府面对环境指标压力层层加码，纺织企业生存与发展的难度加大，面临的困难和问题需要重点关注。

(3) 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。

2013 年以来人民币兑美元加速升值，中间价已经累计 40 次创新高，人民币对美元汇率中间价年内累计升幅将近 3%。2014 年前半年，人民币兑美元出现贬值潮，截至 2014 年 6 月 30 日人民币兑美元价格报收 6.1528 元/美元，较年初贬值 538 个基点。其中，6 月 3 日一度贬值到 6.171 元/美元。从 2014 年下半年以来，人民币兑美元汇率开始震荡下行。截至 2014 年最后一个交易日，2014 年人民币中间价累计下跌 0.36%，人民币即期汇率累计下跌 2.42%。这也是 2005 年 7 月 21 日人民币汇率改革以来人民币中间价和即期汇率首次出现年度贬值。在美联储停止 QE、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、热钱涌入、利率市场化等诸多背景下，人民币双向波动性更加明显，外贸经营企业将继续面临汇率波动风险。

图2 美元兑人民币汇率走势图



资料来源: wind 资讯

(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一段时间内,中国纺织品出口仍将面临严苛复杂的贸易环境。

3. 行业政策

2008年,由于受到全球经济危机及其它外部环境的不利影响,中国纺织行业发展迅速陷入低谷。纺织行业作为重点支柱行业,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1月,工信部发布的《纺织工业“十二五”发展规划》对纺织工业提出了三方面的重点任务。第一,在以调整结构为主攻方向,促进纺织工业全面发展方面,首先要坚持内需战略,利用国内国际两个市场,大力开拓新兴国际市场和国内农村市场。通过产业转移,优化区域布局。发挥不同区域的比较优势,有序引导纺织产业转移,促进东中西部稳步协调发展。加强企业管理,提高竞争实力,推进企业

兼并重组,形成一大批具有国际竞争力的优势企业。第二,以技术进步作为重要支撑,加强自主创新,提高核心竞争力。第三,推进节能减排,发展循环经济,淘汰落后产能。

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4000亿美元。

4. 行业发展

2013年是纺织行业发展形势复杂多变的一年。行业面临了需求不足、内外棉价差过大、生产成本上升、减排压力加大、国际竞争加剧等一系列不利影响因素,发展压力总体仍然较大。在严峻形势的倒逼下,行业表现出较强的内在提升动力,积极应对和化解各种风险挑战,全年基本实现了平稳发展,经济运行指标和运行质量均趋向良性态势。作为区别于传统工艺的色纺纱行业,市场容量较大,发展前景广阔。

2014年纺织行业基本实现平稳开局。根据联合会春季调研结果,企业订单及开工情况基本正常,大型企业开工率达80%,中小企业春节后陆续恢复生产。但总体上看,未来纺织行业面临的外部形势依然较为复杂,既存在国际经济逐步回暖、国内全面深化改革等有利条件,也存在内需增长缓慢、国际竞争加剧等诸多风险因素,行业面临的原料供给、环保压力、成本提升等一系列现实矛盾仍亟待解决。

5. 区域经济环境

公司注册地位于宁波，2个主要生产基地位于宁波市，宁波市经济环境对公司经营影响大。

2014年宁波市全市实现地区生产总值7602.51亿元，按可比价格计算，比上年增长7.6%。其中，第一产业实现增加值275.18亿元，增长1.9%；第二产业实现增加值3935.57亿元，增长7.9%；第三产业实现增加值3391.76亿元，增长7.6%。三次产业之比为3.6：51.8：44.6。按常住人口计算人均生产总值为98972元(按年平均汇率折算为16112美元)。

2014年宁波市实现工业增加值3490.1亿元，按可比价计算，比2013年增长7.6%。其中规模以上工业企业实现增加值2540.2亿元，增长7.4%。全年规模以上工业企业实现销售产值13387.4亿元，增长6.6%。其中，内销为10366.3亿元，增长8.5%；出口交货值为3021.1亿元，增长5.5%。全年规模以上工业企业实现利润648.1亿元，下降2.9%，实现利税总额1280.6亿元，增长1.2%。

2014年宁波市完成固定资产投资3989.5亿元，比2013年增长16.6%，其中民间投资1955.0亿元，增长12.6%，占固定资产投资的比重为49.0%。

2014年宁波市口岸进出口总额2186.1亿美元，比2013年增长3.1%。外贸自营进出口总额1047.0亿美元，增长4.4%，其中出口731.1亿美元，增长11.3%；进口315.9亿美元，下降8.7%。全年有进出口实绩企业14810家，比2013年增加922家。其中，民营企业（包括私营企业和集体企业）出口额占全市出口总额的63.1%，拉动全市出口增长11个百分点。出口额上亿美元的产品157个，比2013年增加22个；进口额上亿美元的产品47个。

总体看，宁波市经济运行总体保持了平稳发展态势，产业发展基本稳定，为公司的发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 企业规模和竞争力

公司主要从事色纺纱的研发、生产和销售，经过多年的发展，截至2015年3月底，公司在山东、宁波、河北、江苏、越南共设有8个生产基地，产能合计约100.86万锭。

公司在中国纺织工业协会发布的“2010-2011年度中国纺织服装企业竞争力500强”和“2010-2011年度中国纺织服装棉纺织行业竞争力20强”榜单中分列第22位和第3位，2013年，公司入选“浙江省技术创新能力百强企业”，中国纺织工业联合会2013年度“新品开发贡献奖”；中国棉纺织行业协会联合发布2012-2013年度中国棉纺织行业竞争力20强企业名单，公司荣获棉纺织行业竞争20强第五名；同时进入2012年度中国纺织服装行业出口100强企业、2012年度中国纺织服装行业主营业务收入100强企业。公司在中国棉纺织行业协会发布的“2013-2014年度中国纺织服装企业竞争力500强”和“2013-2014年度棉纺竞争力百强企业”榜单中分列第23位和第3位。2014年，“BROS”品牌色纺纱荣获中国棉纺织行业推荐“最具影响力产品品牌”称号；公司继续入选“浙江省技术创新能力百强企业”，并于2014年12月通过新一轮高新技术企业评审。

总体看，公司主业优势明显，经营规模较大。

2. 高管变动

2014年5月，包新民就任公司独立董事。包新民先生，1970年12月出生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历、高级会计师职称、中国注册会计师。先后供职于宁波正源税务师事务所、宁波地平线企业管理咨询有限公司、宁波海跃税务师事务所有限公司、宁波海跃财经培训学校。现担任宁波地平线企业管理咨询有限公司董事长、宁波海跃税务师事务所有限公司董事长、宁波海跃财经培训学校校

长。在会计、税务、审计等方面具有丰富经验。

2014年9月，俞星辞去公司独立董事一职。

2014年10月，陈昆就任公司独立董事。

陈昆先生，1956年10月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历、工程师职称。现供职于福建嘉达纺织股份有限公司任总经理。在纺织领域、工业管理等方面具有丰富经验。

2014年11月，罗秀阁因身体原因，辞去公司副总经理一职。

2015年3月，陈勇辞去公司独立董事一职。

2015年4月，公司原财务总监钟征远因公司业务发展的需要，辞去公司财务总监一职，调任公司内审部担任负责人；公司聘任董奇涵担任公司财务总监。董奇涵先生，1976年6月生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于浙江大学会计专业，本科学历，中国注册会计师，曾担任天健会计师事务所审计业务部经理，执业十多年，工作经验丰富。

2015年5月，赵如冰就任公司独立董事。赵如冰先生，1956年5月出生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历、研究员级高级工程师。先后供职于葛洲坝水力发电厂、华能南方开发公司、华能房地产开发公司，现担任景顺长城基金管理有限公司董事长。在工业企业管理、上市重组及资产管理等方面具有丰富经验。

2015年5月，公司聘任卫国担任公司副总经理一职。卫国先生，1963年9月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历，高级经济师、教授级高级工程师。先后供职于宁波和丰纺织厂、宁波市纺织工业局，宁波敦煌棉纺厂。现担任百隆东方股份有限公司董事，宁波百隆纺织有限公司总经理，曹县百隆纺织有限公司、宁波海德针织漂染有限公司、山东百隆纺织有限公司监事。卫国先生于2008年荣获中国纺织工业协会颁发的“创新人物奖”。

3. 技术水平

2014年，公司新增发明专利5项，实用新

型专利10项；起草或参与的国家级和行业标准各有1项获得发布；提前发布春夏、秋冬流行色卡2套。创新产品“细腻融合、彩色荧光雨”入围2015春夏中国流行面料，以“富丽炫”命名的EcoFRESH Yarn产品入围2015/2016秋冬中国流行面料，并获得最佳科技应用奖。在国内核心刊物发表论文2篇。“BROS”品牌色纺纱荣获中国棉纺织行业推荐“最具影响力产品品牌”称号。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构和管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司营业收入稳定增长，2014年实现营业收入46.21亿元，较2013年增长8.14%。

色纺纱是公司收入的主要来源，近两年分别为39.14亿元和44.44亿元，在营业收入中的占比分别是91.59%和96.18%，主业地位突出；其中2014年百隆（越南）有限公司（以下简称“越南百隆”）一期项目的全部投产带动色纺纱业务同比增长13.55%。2015年一季度，公司色纺纱行业实现销售收入10.67亿元，同比增长5.96%，是2014年全年的24.01%。

公司其他收入来源主要是材料（原棉材料和下脚材料）销售收入，近两年分别实现收入3.59亿元和1.76亿元，呈下降趋势，主要是公司调整产业布局，逐步放弃成本优势不再明显的棉花收购基地，整合全部优势资源，集中精力发展色纺纱业务所致。2015年一季度，公司其他业务实现收入0.51亿元。

从毛利率分析，近两年公司整体毛利率呈现小幅上升，2014年为19.90%。其中，色纺纱业务毛利率基本与公司整体毛利率相符；其他业务受棉花行情影响明显，毛利率波动较大，

但其他业务在营业收入中占比较低，因此对整体毛利率的影响有限。2015年一季度，公司毛利率为19.56%，较2014年下降0.34个百分点，

其中色纺纱毛利率为20.47%，较2014年底增长0.22个百分点，色纺纱业务整体盈利较好。

表1 2013-2015年1季度公司营业收入和毛利率情况

分产品	营业收入（万元）			毛利率（%）		
	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
色纺纱	391396.62	444419.60	106667.70	19.66	20.25	20.47
其他	35939.50	17644.07	5132.08	18.76	10.97	0.63
合计	427336.12	462063.67	111799.78	19.58	19.90	19.56

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

公司专设采购部负责原材料价格的信息收集，组织集中采购，跟踪到货入库等工作。公司生产所需的主要原材料包括棉花及其他纤维，2014年原材料占营业成本的73.14%。

跟踪期内，随着公司销量上升，公司加大了对棉花的采购，2014年采购量为15.70万吨，同比增长33.17%。

从采购价格来看，公司近两年采购价格呈下降趋势，2014年国家实行棉花直补政策后，国内棉价持续走低，国储棉采购均价由2013年的17330元/吨下降至15520元/吨，国内外棉价差缩小。2015年一季度，公司合计采购棉花80414

吨，采购均价为10393元/吨，较2014年采购均价下降31.16%，主要系海外子公司采购棉花数量增加，进口棉价格下降所致。

由于棉花采购方式的变化，近两年公司棉花供应商的集中度逐年增强，2014年前五位供应商采购金额占棉花采购总额的69.90%，采购集中度较高。结算方面，国储棉在拍卖付款后可提货，进口棉在送货前一个月开信用证。

2013年，公司进行去库存化管理，纤维采购量同比下降幅度较大；2014年采购量恢复至12635吨。近两年，纤维采购价格逐年下降，2014年为10177元/吨，低于棉花的采购均价。

表2 2013-2015年1季度公司主要原材料采购情况

名称		采购量（吨）			采购价格（元/吨）		
		2013 年	2014 年	15 年 1~3 月	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
棉花	国储棉	53741	70597	--	17330	15520	--
	进口棉	63680	73021	65720	13436	14792	10000
	其他	486	13392	14694	31154	14531	12149
	合计	117907	157011	80414	15284	15097	10393
纤维		2489	12635	2490	10513	10177	8954

资料来源：公司提供

注：其他主要指新疆棉、地产棉、长绒棉。

总体来看，棉花价格对公司盈利空间的影响大，政府对棉花行业的政策直接影响棉花价格，未来政策方向仍待关注。

3. 产品生产

截至2015年3月底，公司在山东、宁波、河北、江苏、越南共设有8个生产基地，占地面积合计227.78万平方米，产能合计约100.86万锭。

表3 截至2015年3月底公司生产基地情况

生产基地	投入时间	占地面积（平方米）
山东曹县	2001 年	362859
宁波余姚	2002 年	199264
河北南宫	2005 年	110738
宁波镇海	2007 年	245301
淮安百隆	2008 年	150251
山东邹城	2013 年	200003
淮安新国	2013 年	375011
越南	2014 年	634347
合计		2277774

资料来源：公司提供

公司总部负责客户订单的归集，统筹订单量、物流、成本等因素，将订单安排至各生产基地，各生产基地负责生产，并把控生产成本。近两年公司产量逐年上升，分别为11.10万吨和13.43万吨。2015年一季度产量3.41万吨，为2014年全年的25.36%。

2012年12月，公司在越南地区注册设立了越南百隆，越南百隆一期总投资9800万美元，目前已全部投产并实现销售；2014年1月，公司对越南百隆二期追加总投资15000万美元，目前已建成并进入试生产阶段；2015年4月，公司对越南百隆三期追加总投资5200万美元，截至目前，公司对越南百隆投资总额达到3亿美元。

总体看，2013年以来公司产能规模扩大迅速，但海外经营风险值得关注。

4. 产品销售

跟踪期内，公司在销售模式和结算方式方面均无变化。

从公司产品销售量来看，近两年公司产品销量逐年增加，2014年销售量12.40万吨，产销率达到92.33%。从销售区域看，近年来国内销售占主导地位，2014年国内销售占比62.24%，出口销售占比37.76%。2015年一季度销量是2014年全年的25.82%。公司色纺纱销售多采取成本加成的定价方式，产品销售价格受棉花价格影响，近两年呈下降趋势。

表5 近年来公司产品销售情况

销售情况	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
销量（吨）	102154.82	124018.50	32024.26
销售价格（元/吨）	38314.06	35834.94	33308.40
销售收入（万元）	391396.62	444419.60	106667.70
国内销售额（万元）	243121.68	276615.05	52205.37
出口额（万元）	148274.94	167804.55	54462.33
国内销售额占比	62.12%	62.24%	48.94%
出口额占比	37.88%	37.76%	51.06%

资料来源：公司提供

公司客户较分散，近三年前五位客户销售占总销售收入20%左右，2014年为23.23%。

总体看，近年来公司销量收入规模不断扩大，以国内销售为主，客户集中度不高。

5. 经营效率

2014 年公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数分别为 10.93 次、1.60 次、0.48 次，公司整体经营效率一般。

6. 未来发展

在建工程

截至2015年3月底，公司在建项目主要是越南百隆三期项目，计划总投资3000万美元，资金来源全部为自筹。截至2015年3月底，公司已经投资386万美元，后续尚需2614万美元。总体看，公司在建项目投资规模不大，同时考虑到公司营业收入规模大、经营活动现金流入量大，在建项目后续资金需求压力较小。

表5 截至2015年3月底公司在建工程情况

项目名称	项目合规性	项目总投资（万美元）	自有资金比例	截至 2015 年 3 月底已投资（万美元）
越南增资扩建色纺纱生产线及染色配套项目三期	甬外经贸资管函[2012]643 号；甬发改审批（2014）19 号	3000.00	100%	386.00
合计		3000.00	100%	386.00

资料来源：公司提供

未来发展

未来公司将始终坚持以“全球色纺纱行业主导者”这一目标为企业愿景，秉承“技术创新是不可复制的核心竞争力”的理念，自主制定“产品特色差异化、产品质量标准化、产品功能价值化、成本优势领先化、产业链条增值化”的创新发展战略。

总体看，公司发展战略明确，未来随着越南百隆新增产能的释放，公司生产规模有望进一步扩大；同时随着越南工厂的成本优势（原材料棉花、人力成本）逐步发挥，公司盈利能力有望进一步提升。

八、财务分析

公司提供的 2014 年财务报表经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见。2015 年一季度财务报表未经审计。

截至 2014 年底，公司资产（合并）总计 166.08 亿元，所有者权益合计 53.79 亿元。2014 年公司营业收入 65.83 亿元，利润总额 0.49 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产（合并）总计 169.58 亿元，所有者权益合计 52.81 亿元。2015 年 1~3 月，公司营业收入 14.13 亿元，利润总额-0.97 亿元。

1. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入有所波动，2014 年公司实现营业收入 46.21 亿元，较 2013 年增长 8.13%。由于公司对价格相对低的进口棉采购量加大，2012~2014 年公司营业利润率

不断提升，分别为 14.23%、18.84%和 19.36%。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.18 亿元，同比增长 7.19%，营业利润率为 19.23%。

2012~2014 年，公司期间费用分别为 4.22 亿元、4.13 亿元和 5.08 亿元，占营业收入比重三年分别为 8.85%、9.67%和 10.99%，呈上升趋势，但整体控制能力尚可。

2014 年公司取得投资收益 1.27 亿元，其中交易性金融资产公允价值变动取得的投资收益 0.15 亿元，委托贷款利息收入 0.30 亿元，投资银行理财产品取得收益 0.82 亿元。

2012~2014 年，公司分别实现利润总额 3.04 亿元、5.88 亿元和 5.45 亿元，呈波动增长趋势。

从盈利指标来看，近三年公司总资产收益率和净资产收益率呈波动上升趋势。2014 年公司总资产收益率和净资产收益率分别为 5.54%和 7.24%。2015 年 1~3 月，公司实现利润总额 1.37 亿元，基本与上年同期持平。

总体看，近三年公司收入规模有所波动，期间费用控制能力尚可，公司盈利指标波动提升，公司整体盈利能力尚可。

2. 现金流分析

从经营活动来看，2012~2014 年，公司经营活动现金流入主要来自公司销售商品、提供劳务收到的现金，近三年公司销售商品、提供劳务收到的现金波动下降，年均下降 5.55%，2014 年为 47.04 亿元，受此影响公司经营活动现金流入波动下降，年均下降 5.27%，2014 年为 48.57 亿元。2012~2014 年，公司经营活动现金流出波动增长，主要系公司购买商品、接

受劳务支付的现金波动增长所致，近三年公司购买商品、提供劳务支付的现金分别为 30.97 亿元、26.81 亿元和 37.81 亿元，年均增长 10.49%，主要系越南百隆和淮安新国新增产能需储备大量棉花，受此影响，公司经营活动现金流出波动增长，年均增长 9.90%，2014 年达到 50.17 亿元。近三年公司经营活动现金流量净额逐步下降，分别为 12.59 亿元、5.86 亿元和 -1.60 亿元。从收入实现质量看，2012~2014 年，公司现金收入比波动下降，2014 年为 101.81%，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2012~2014 年，公司投资活动现金流入三年波动幅度较大，分别为 15.31 亿元、175.26 亿元和 96.56 亿元，主要是收回理财资金波动所致。近三年由于购买理财产品支付的现金波动幅度大，公司投资规模波动幅度较大，分别为 41.52 亿元、183.09 亿元和 99.24 亿元，其中购建子公司越南百隆、淮安新国等固定资产、无形资产等支付的现金快速增长，三年来公司投资活动表现为净流出，2014 年为 -2.69 亿元。

2012~2014 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 -13.63 亿元、-1.97 亿元和 -4.29 亿元。目前，公司经营活动产生的现金流净额尚不能覆盖投资支出需求。

从筹资活动来看，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入主要来自借款所收到的现金和吸收投资所收到的现金（指 2012 年取得首次公开发行募集资金 19.90 亿元），2014 年为 51.17 亿元，现金流出主要为偿还本息，2014 年为 42.30 亿元。公司 2014 年筹资活动产生的现金流量净额为 8.87 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流入为 10.47 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 10.05 亿元，现金收入比为 89.93%，经营获现能力较 2014 年有所下降；公司经营活动产生的现金流量净额为 -2.56 亿元；投资活动主要为收回投资获得的现金（理财资金）与投资支付的现金（购买理财产品），

产生的现金流量净额为 3.41 亿元；筹资活动主要是取得借款收到的现金及偿还本息支付的现金，产生的现金流量净额为 0.42 亿元。

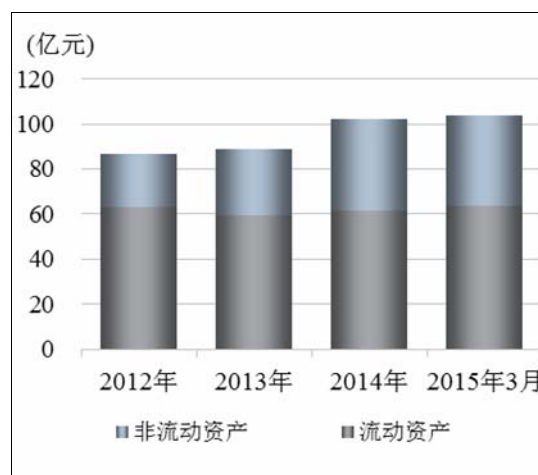
总体看，公司经营活动获取现金的能力波动下降；投资活动现金流入和流出波动幅度大；公司经营现金流尚不能满足公司对外投资的需求，存在一定融资需求；筹资活动现金流入主要来自银行借款。

3. 资本及债务结构

资产

2012~2014 年，公司资产总额年均复合增长 8.43%。截至 2014 年底，公司资产总额为 102.01 亿元，其中流动资产占 60.52%，非流动资产占 39.48%。

图 6 2012~2015 年 3 月底公司资产结构



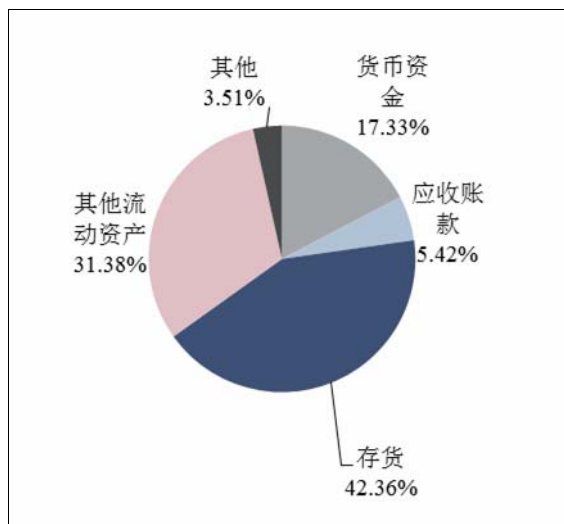
资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司流动资产有所波动，年均下降 1.26%，主要系货币资金有所波动所致。截至 2014 年底，公司流动资产 61.73 亿元，以货币资金（占 17.33%）、应收账款（占 5.42%）、存货（占 42.36%）和其他流动资产（占 31.38%）为主。

2012~2014 年，公司货币资金分别为 19.29 亿元、8.99 亿元和 10.70 亿元，年均下降 25.51%。截至 2013 年底，公司货币资金 8.99 亿元，较 2012 年同比下降 53.39%，主要是由于对募投项目（江苏淮安高档纺织品生产项目和山东邹城

年产 25000 吨色棉纺项目）和越南子公司的投资支出较大所致。2014 年货币资金中，现金占比 0.05%，银行存款占比 92.06%，其他货币资金占比 7.89%。公司受限货币资金为 2.19 亿元。

图 7 公司 2014 年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

近三年公司应收账款波动增长，年均增长 1.54%。截至 2014 年底，公司应收账款净额为 3.34 亿元，较 2013 年略有下降。从账龄来看，1 年以内款项占比 90.87%，计提坏账准备 5.00%；1-3 年款项占比 2.72%，计提坏账准备 14.12%，3 年以上款项占比 6.41%，计提坏账准备 85.86%。2014 年底，公司应收账款前五大客户合计欠款 1.28 亿元，占应收账款余额的 34.24%，集中度较高。总体看，公司应收账款账龄较短，公司对长账龄的应收账款计提坏账较为充分，应收账款风险较小。

2012~2014 年，公司存货不断增长，年均增长 16.43%，以原材料和库存商品为主。截至 2014 年底，公司存货共计 26.15 亿元，其中在途物资占 9.00%，原材料占 44.16%，在产品占 5.07%，库存商品占 38.88%，委托加工物资占 1.37%，其他周转材料占 1.52%。2014 年公司未对存货计提跌价准备，鉴于近几年公司主要原材料棉花的价格波动较大，存在一定的跌价风险。

近三年，公司其他流动资产有所波动，分

别为 19.87 亿元、24.79 亿元和 19.37 亿元，2014 年公司其他流动负债以银行理财产品（占 78.19%）和委托贷款（占 19.22%）为主，由于 2013 年底未到期银行理财产品余额增加较多，因此当年公司其他流动资产大幅提升。

2012~2014 年，公司非流动资产快速增长，年均增长 31.07%。截至 2014 年底，公司非流动资产 40.28 亿元，以可供出售金融资产（占 16.82%）、固定资产（占 67.15%）和无形资产（占 10.11%）为主。

截至 2014 年底，公司可供出售金融资产 6.77 亿元，由长期股权投资调整而来，为公司对宁波通商银行股份有限公司的参股投资。

2012~2014 年，公司固定资产分别为 11.89 亿元、14.53 亿元和 27.05 亿元，年均增长 50.85%，其中 2014 年同比增长 86.14%，主要为子公司越南百隆、淮安新国交付固定资产增加所致。截至 2014 年底，公司固定资产中，房屋建筑物和机器设备分别占比 41.07% 和 57.35%。截至 2014 年底，公司固定资产累计折旧 10.44 亿元。

2012~2014 年，公司无形资产不断增长，年均增长 22.56%，截至 2014 年底为 4.07 亿元，主要系子公司越南百隆土地使用权增加所致。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 103.67 亿元，较 2014 年底增长 1.62%。其中，流动资产占比 61.37%，非流动资产占比 38.63%，资产结构与 2013 年底相比变化不大，其中公司应收账款 5.20 亿元，较 2014 年底增长 55.45%，主要由于公司销售增长且下半年回款较多所致。

总体看，公司资产规模持续增长，结构以流动资产为主；存货及其他流动资产占比较高，且存货未计提跌价准备，资产流动性一定程度上受到影响。整体看，公司资产质量较好、资产流动性较强。

负债

2012~2014 年，公司负债规模波动增长，年均增长 12.83%，截至 2014 年底，公司负债

总计 36.64 亿元，其中流动负债占 92.19%，非流动负债占 7.81%。

2012~2014 年公司流动负债波动增长，年均增长 17.57%。截至 2014 年底为 33.78 亿元，主要由短期借款（占 77.24%）、应付账款（占 6.79%）和一年内到期的非流动负债（占 8.88%）构成。

公司近三年短期借款不断增长，年均增长 34.66%，截至 2014 年底为 26.09 亿元，其中，质押借款占 3.63%，保证借款占 19.96%，质押+保证借款占 64.40%，信用借款占 1.81%，抵押+保证借款占 10.20%。

2012~2014 年，公司应付账款分别为 0.93 亿元、2.73 亿元和 2.29 亿元，年均增长 57.45%。截至 2013 年底，公司应付账款同比增长 194.98%，主要是由于 2012 年公司去库存，控制原材料采购数量，导致应付货款大幅下降，2014 年底公司应付账款较 2013 年底下降 15.96%，主要是应付设备款、工程款和材料款减少所致。

2014 年，公司一年内到期的非流动负债为 3 亿元，为一年内到期的长期借款。

2012~2014 年，公司非流动负债分别为 4.35 亿元、4.02 亿元和 2.86 亿元，年均下降 18.85%，2014 年由于原长期借款因剩余期限不到一年，全部结转到一年内到期的非流动负债以及递延收益结转营业外收入导致非流动负债同比下降 28.82%。截至 2014 年底，公司非流动负债主要由递延收益（占 99.95%）构成。

2011~2012 年，公司其他非流动负债为与资产相关的政府补助，2014 年报表中将其调整到递延收益科目，截至 2014 年底，公司递延收益为 2.86 亿元，主要由于结转营业外收入导致大幅下降。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额 37.10 亿元，其中流动负债占 92.37%，非流动负债占 7.63%。

2012~2014 年，公司全部债务波动增长，分别为 20.04 亿元、18.85 亿元和 29.12 亿元。

截至 2014 年底，公司有息债务全部为短期债务，公司存在较大的短期支付压力。

从债务指标看，截至 2014 年底，公司无长期债务，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 35.92% 和 30.82%。

截至 2015 年 3 月底，公司全部债务 29.03 亿元，基本与 2014 年持平，全部为短期债务。公司资产负债率和全部债务资本化比率变化不大，分别为 35.79% 和 30.36%。

总体看，公司负债规模波动增长，结构以流动负债为主，整体债务负担较轻，但短期债务占比较大，债务结构有待改善。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，年均增长 6.18%。截至 2014 年底所有者权益 65.37 亿元，其中实收资本占 11.47%、资本公积占 47.57%、盈余公积占 3.88%、未分配利润占 37.02%。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益为 66.57 亿元，较 2014 年底增长 1.84%，其中实收资本占 11.27%、资本公积占 46.71%、盈余公积占 3.81%、未分配利润占 38.16%，公司所有者权益结构变化不大。

总体看，公司所有者权益保持稳定增长，未分配利润占比较大，稳定性较弱。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司流动比率和速动比率均呈下降趋势，2014 年底分别为 182.74% 和 105.33%。截至 2015 年 3 月两项指标分别为 185.66% 和 96.29%。2012~2014 年，因公司经营活动现金流由净流入逐步转变为净流出，公司经营现金流动负债比分别为 51.50%、25.80% 和 -4.74%。总体看，公司短期支付压力较大。

从长期偿债能力指标看，近三年公司 EBITDA 不断增长，分别为 5.03 亿元、7.61 亿元和 7.93 亿元。公司 EBITDA 利息倍数分别为 8.82 倍、25.77 倍和 15.79 倍，全部债务/EBITDA

倍数分别为 3.99 倍、2.48 倍和 3.67 倍。总体看，公司对全部债务的保障程度较高，整体偿债能力较强。

截至 2015 年 3 月底，公司共获授信额度 44.73 亿元，尚未使用额度 28.18 亿元，公司间接融资渠道通畅，同时公司作为 A 股上市公司，具有直接融资渠道。

截至 2015 年 3 月底，公司无对外担保事项。

5. 存续债券偿债能力

2014 年，公司经营活动现金流入量为 48.57 亿元，为存续期债券发行额度的 16.19 倍；经营活动净现金流为负，对存续期债务无保障能力。经营活动现金流入量对存续期债券的保障程度强。

截至 2015 年 3 月底，公司现金类资产为 10.65 亿元，为存续期债券发行额度的 3.55 倍。现金类资产对本期短期融资券的覆盖能力强。

总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续期债券的保障程度强。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10330211000519303），截至 2015 年 8 月 5 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况较好。

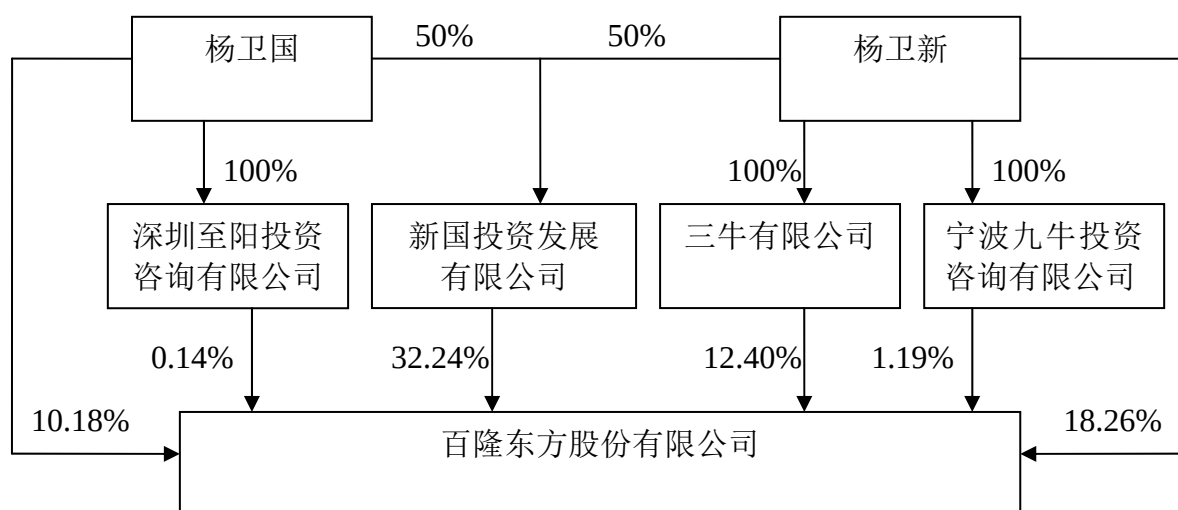
7. 抗风险能力

基于对公司所处行业发展现状、自身经营和财务状况的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

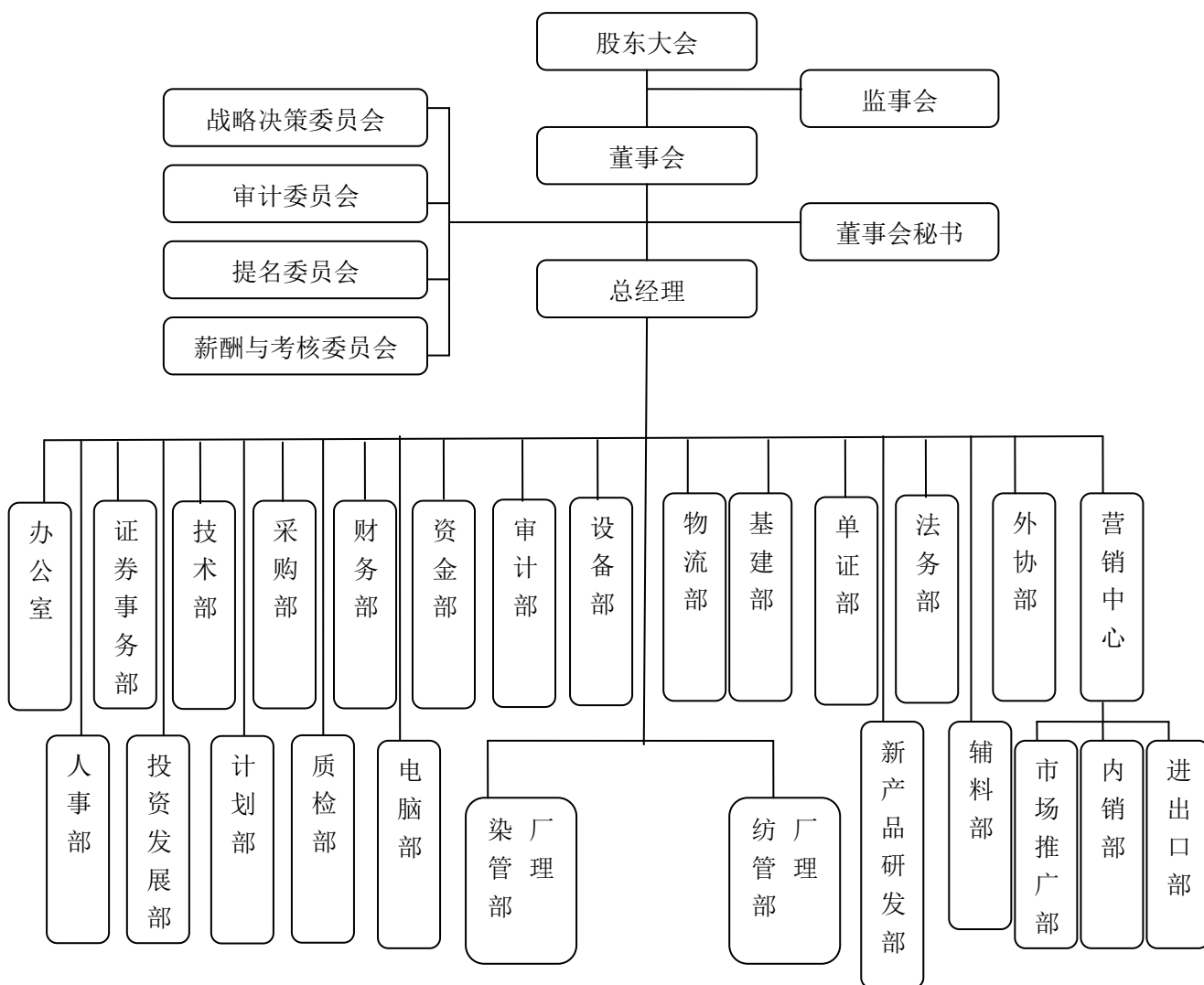
九、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“15 百隆东方 CP001”的信用等级为 A-1。

附件 1-1 截至 2015 年 3 月底公司股权结构



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.39	6.99	9.64	10.65
资产总额(亿元)	86.76	88.91	102.01	103.67
所有者权益(亿元)	57.98	62.16	65.37	66.57
短期债务(亿元)	18.81	17.85	29.12	29.03
长期债务(亿元)	1.23	1.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	20.04	18.85	29.12	29.03
营业收入(亿元)	47.70	42.73	46.21	11.18
利润总额(亿元)	3.04	5.88	5.45	1.37
EBITDA(亿元)	5.03	7.61	7.93	--
经营性净现金流(亿元)	12.59	5.86	-1.60	-2.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.04	11.03	10.93	--
存货周转次数(次)	2.10	1.74	1.60	--
总资产周转次数(次)	0.55	0.49	0.48	--
现金收入比(%)	110.55	99.64	101.81	89.93
营业利润率(%)	14.23	18.84	19.36	19.23
总资本收益率(%)	3.95	6.63	5.54	--
净资产收益率(%)	4.33	8.17	7.24	--
长期债务资本化比率(%)	2.08	1.58	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	25.69	23.27	30.82	30.36
资产负债率(%)	33.18	30.08	35.92	35.79
流动比率(%)	259.09	260.35	182.74	185.66
速动比率(%)	180.15	171.62	105.33	96.29
经营现金流动负债比(%)	51.50	25.80	-4.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.82	25.77	15.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.99	2.48	3.67	--

注：1. 2015 年一季度财务数据未经审计；

2. 现金类资产已扣除受限资金。

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	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

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

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息