



大公国际资信评估有限公司  
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用等级通知书

大公报 D【2014】827 号

魏桥纺织股份有限公司：

受贵公司委托，我对贵公司拟发行的“魏桥纺织股份有限公司 2013 年公司债券（第二期）信用评级报告”的信用状况进行了评估，评定本次债券信用等级为 AA，贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。在该债券存续期内，我公司保留对其信用状况跟踪评估并公布信用级别变化之权利。

大公国际资信评估有限公司

二〇一四年十月二十四日



# 魏桥纺织股份有限公司 2013 年公司债券（第二期）信用评级报告

大公报 D【2014】827 号

公司债券信用等级：**AA**  
主体信用等级：**AA**  
评级展望：**稳定**

发债主体：魏桥纺织股份有限公司  
发行规模：本次债券发行总额不超过人民币 60 亿元（含 60 亿元），首期已发行 30 亿元，第二期发行不超过 30 亿元（含 30 亿元）  
债券期限：5 年（附第 3 年末上调票面利率选择权及投资者回售选择权）  
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本  
发行目的：偿还银行借款、补充流动资金

## 评级观点

魏桥纺织股份有限公司（以下简称“魏桥纺织”或“公司”）主要从事棉纺织品的生产和销售，兼营热电生产和销售业务。评级结果反映了公司居国内棉纺织行业领先地位，能源保障力较强，资产流动性较好等优势；同时也反映了公司受外部经济影响盈利水平出现波动，自备电厂面临政策性风险以及有息债务占比较大等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年，随着外部经济环境的改善，公司逐步调整产品结构，收入水平将有望保持稳定。综合来看，大公对魏桥纺织的评级展望为稳定。

## 主要优势/机遇

- 公司是全球最大棉纺织企业的子公司，纱线和坯布产能居国内行业首位，生产技术处于国际先进水平，行业领先地位较为突出；
- 公司自备热电厂提高了能源保障力和成本控制力，同时对公司收入和盈利水平形成较好的支撑；
- 公司拥有数额较大的加工贸易用棉配额，一定程度上有利于灵活调配产品及减轻棉花价格波动影响；
- 公司货币资金充裕，应收账款回款较快，资产流动性较好。

## 主要风险/挑战

- 公司产品处于纺织行业前端，附加值相对较低，易受外部经济环境及原材料价格波动影响，2011 年以来，公司收入下滑、毛利润出现较大波动；
- 公司自备热电厂的发电及对外供电模式将面临一定的国家节能减排和现行电力管理政策的风险；
- 2011 年以来，公司有息债务规模较大，有息债务在总负债中占比较高，同时第二期债券发行额度较大，一定程度上将抬高负债规模；
- 2011 年以来，原材料价格波动较大，存货大幅变动导致经营性净现金流对债务保障能力不稳定。

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2014.6	2013	2012	2011
总资产	283.30	303.10	283.74	292.32
所有者权益	161.13	161.02	156.44	152.38
营业收入	71.66	163.16	183.13	186.73
利润总额	3.01	9.22	6.64	2.55
经营性净现金流	11.81	20.16	50.49	-9.93
资产负债率 (%)	43.13	46.88	44.86	47.87
债务资本比率 (%)	35.92	39.30	36.69	37.40
毛利率 (%)	12.29	12.51	11.37	6.26
总资产报酬率 (%)	2.19	4.87	4.45	2.82
净资产收益率 (%)	1.30	3.89	3.06	1.57
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	3.70	3.64	8.43	-1.74
经营性净现金流/总负债 (%)	8.94	14.97	37.79	-7.50

注：2014 年 6 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：郑孝君  
评级小组成员：杜蕾 薛桢  
联系电话：010-51087768  
客服电话：4008-84-4008  
传真：010-84583355  
Email：rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司  
二〇一四年十月二十四日



## 大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

## 发债主体

魏桥纺织前身为山东魏桥纺织股份有限公司（以下简称“山东魏桥”），经山东省人民政府批准（鲁政股字【1999】48号）于1999年12月6日由山东魏桥创业集团有限公司（以下简称“魏桥集团”）、邹平县第二油棉有限责任公司等五家公司及自然人张士平共同发起设立，初始注册资本为20,204万元，魏桥集团持有山东魏桥96.15%的股份。2003年2月19日，山东魏桥经国家工商行政管理总局核准更名为“魏桥纺织股份有限公司”。

2003年9月，公司在香港联合交易所有限公司上市，向全球公开发行境外上市外资股普通股（股票代码：2698.HK）。2005年8月13日，公司与魏桥集团签订资产收购及增资协议，魏桥集团以人民币30亿元的价格向公司转让其所拥有的部分热电厂的房屋建筑物和机器设备等实物资产；作为对价，公司向魏桥集团发行2.5亿股内资股对价股份，发行总价为人民币271,000万元，至此公司注册资本增加至人民币112,545.25万元，魏桥集团持有公司58.67%的股权。

后经多次增发和股权变更，截至2014年6月末，公司注册资本为119,438.90万元，魏桥集团持股比例为63.45%；自然人张红霞和张士平分别持股1.48%和0.44%（张士平为张红霞的父亲）；其余股份由境外外资股东持有，魏桥集团是公司的控股股东。

根据2014年10月21日公司公告，为了提高公司热电机组运行效率、降低发电成本，公司与控股股东魏桥集团签署热电资产置换协议，拟收购魏桥集团持有的第七热电厂，并通过向魏桥集团出售公司持有的魏桥热电厂及支付现金作为对价。截至本报告出具日，本次热电资产置换事项尚未获得公司股东大会批准和魏桥集团董事会批准。

公司是全球最大棉纺织企业魏桥集团的子公司，主要从事纺纱和织造业务，兼营热电生产和销售。公司拥有全国最大的无结头纱、精梳纱和无梭织造生产基地，棉纱、高支高密织物的产能居国内行业首位，所产棉纱全部达到国际先进水平，出口地覆盖70多个国家和地区。截至2014年6月末，公司下属控股子公司6家，联营企业1家。

## 发债情况

### 债券概况

本次债券是公司面向境内机构投资者发行的公司债券，核准发行金额不超过人民币60亿元，分期发行，首期30亿元人民币已于2013年10月发行完毕，第二期发行金额不超过30亿元（含30亿元），发行期限5年，附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本次债券票面利率由公司和簿记管理人通过市场询价协商确定，



在债券存续期内前 3 年固定不变；在债券存续期的第 3 年末，如公司行使上调票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前 3 年票面利率加上调基点，在债券存续期后 2 年固定不变。本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。债券票面面值 100 元人民币，采取簿记建档、集中配售方式发行，到期日按照面值兑付。本次债券无担保。

### 募集资金用途

第二期公司债券募集资金将用于偿还银行借款和补充流动资金。

## 宏观经济和政策环境

### 2014 年上半年，国民经济运行整体平稳，结构调整呈现积极变化；我国经济仍处在转型升级、结构调整的关键阶段

2014 年上半年，我国实现国内生产总值 269,044 亿元，同比增长 7.4%，增速较 2013 年同期回落 0.2 个百分点。分季度看，一季度同比增长 7.4%，二季度增长 7.5%。分产业看，第一产业增加值 19,812 亿元，同比增长 3.9%；第二产业增加值 123,871 亿元，同比增长 7.4%；第三产业增加值 125,361 亿元，同比增长 8.0%。从环比看，二季度国内生产总值增长 2.0%。分要素看，上半年消费、投资和净出口对我国 GDP 贡献率分别为 54.4%、48.5%和-2.9%；消费成为推动经济增长的主动力，对 GDP 的贡献率同比提高 9.2 个百分点，拉动 GDP 增长 4 个百分点，同比提高 0.6 个百分点；固定资产投资（不含农户）完成 212,770 亿元，同比增长 17.3%；进出口总额为 20,209 亿美元，同比上涨 1.2%，进出口增速由负转正。从经济景气度看，2014 年 6 月份汇丰中国制造业 PMI 终值为 50.8，6 个月来首次升至荣枯线以上，服务业 PMI 大幅上升至 53.1，高于 5 月的 50.7，创 15 个月以来的新高，均显示我国经济正逐步企稳。

2014 年上半年，第三产业增加值占国内生产总值的比重为 46.6%，比上年同期提高 1.3 个百分点，高于第二产业 0.6 个百分点，在市场机制作用下，产业结构继续得到优化；农村居民人均现金收入实际增长快于城镇居民人均可支配收入 2.7 个百分点，城乡居民人均收入倍差为 2.77 倍，同比缩小 0.06 个百分点，城乡居民收入差距进一步缩小。整体看，国民经济结构调整与转型升级呈现积极变化。

2014 年 4 月以来，我国出台了涵盖定向降准、税收、棚户区改造、中西部铁路建设、稳定外贸以及在基础设施等领域推出一批鼓励社会资本参与的项目等一系列稳增长促改革的政策措施，保障了经济的平稳运行，使结构调整和转型升级继续取得新进展。

总的来看，上半年国民经济运行整体平稳，结构调整稳中有进，转型升级势头良好。但我国经济仍处在转型升级、结构调整的关键阶



段，增速换挡期、结构调整期与前期刺激政策消化期“三期”叠加的影响仍将持续，结构调整的阵痛在传统行业和传统领域影响较大。

## 行业及区域经济环境

### 纺织行业是我国国民经济传统产业，在全球经济逐步回暖的带动下，行业盈利水平明显提升

我国纺织行业拥有全球最大的产能规模基础和加工能力，是我国国民经济传统产业和具有较强国际竞争优势的出口导向型产业。2007年以来，纺织行业销售收入占工业销售收入的比重始终保持在6%以上，保持相对较快增长，其中棉纺织业在纺织行业中占有主要地位。纺织行业中民营经济和外资企业发展较完善，市场化程度较高。从产能分布情况来看，我国纺织企业和产能大部分集中在东部五省区域（江苏、浙江、山东、广东、福建），其中江浙地区的集聚度最高。

棉花是棉纺织企业的主要原材料，棉花成本一般占生产成本的65%左右，是影响棉纺企业盈利水平的重要因素之一。为了保护棉农利益，防止棉花价格大幅波动，国家从2011年起连续三年实施棉花临时收储政策，在收储价格的刺激下，棉农积极交储，2013年的收储量已接近当年棉花的总产量。受此影响国内328级棉花价格比国际棉价每吨高出4,000~5,000元左右。国家连续三年大规模收储使得国家储备棉库存大幅增长，2013~2014年度收储结束，国家储备棉库存约为1,000万吨。庞大的棉花库存不仅耗费国家大量的资金、增加保管压力，同时也抬高了国内棉花价格，用棉成本差异仍削弱了国内棉制纺织品和服装等出口商品的国际竞争力，越南、孟加拉和印度等国依托成本优势，国际市场份额不断上升，使得我国纺织行业面临较大的经营困难。

2011~2012年，全球性需求萎缩、国内外棉花价格差以及劳动力成本上涨等不利因素导致纺织行业景气度下滑。但随着全球经济逐步回暖，出口增速回升。根据国家统计局公布的数据，2013年纺织品出口1,138.5亿美元，同比增长11.2%，增速高于2012年同期7.9个百分点，在出口增速回升的带动下，行业经济效益继续改善。2013年全年，规模以上纺织企业实现主营业务收入63,848.9亿元，同比增长11.5%，增速同比上升0.9个百分点；行业利润总额3,506.0亿元，同比增长15.8%，高于2012年同期8.1个百分点；行业亏损面为11.5%，较2012年同期下降1.0个百分点，亏损企业的亏损总额同比减少0.8%。

**2014年，国家取消棉花临时收储政策改为棉花目标价格直补，有利于降低纺织行业用棉成本，但政策实施时滞造成纺织行业下游谨慎采购，短期内纺织行业出货量和价格受政策变更影响不确定性较大**

2014年，经国务院批准将启动棉花目标价格补贴试点工作，国家发展与改革委员会会同财政部、农业部下发的《关于全面深化农村改革加快推进农业现代化若干意见》中，首次提出在新疆开展棉花“目



标价格补贴”试点工作，确定今年新疆棉花目标价格水平为19,800元/吨。这标志着棉花临时收储制度退出，棉农自行按照市场价格出售棉花，国家统计出当年地区平均价格后，按照目标价格进行差价补贴。国家取消临时收储政策长期来看有助于缩小国内外棉花价格差距，减轻纺织企业的用棉成本压力。但同时高库存的国家储备棉仍然存在消化压力，补贴细则的确定和出台尚需时日，由此造成纺织行业下游存在市场观望心理，采购较为谨慎，导致纺织行业出货量和价格水平有所下降。根据国家统计局和海关数据，2014年1~6月，全国3.8万户规模以上纺织企业累计实现主营业务收入31,038.5亿元，同比增长8.5%，增速低于上年同期4.8个百分点；实现利润总额1,477.6亿元，同比增长11.8%，增速低于上年同期4.6个百分点。同期，全国共出口纺织品服装1,363.9亿美元，同比增长4.2%，增速较上年同期回落7.7个百分点。

总体来看，在未来较长时间内纺织行业作为我国基础性行业的地位不会改变，国家相继出台了一系列针对纺织行业的产业政策，根据《纺织工业“十二五”发展规划》要求，在控制行业保持平稳增长的前提下，以结构调整和产业升级为主攻方向，引导纺织企业理性投资，促进转型升级；加大淘汰落后产能力度，通过融资支持和财政资金向新型纺织材料与用品企业、节能减排与清洁生产企业等倾斜。虽然短期内纺织行业面临综合成本上升、市场需求不旺的局面，但大型纺织企业通过产业转型升级，调整产品结构，以及获得较大进口棉配额的优势，有利于增强其抗市场波动的能力。

### **山东省是我国主要的纺织产业集聚地之一，省内大型纺织企业在中高端细分市场上具有竞争优势，但用棉的供需缺口始终是省内纺织企业面临的主要问题**

山东省综合经济实力较强，经济总量在全国位居前列。2013年，山东省实现地区生产总值54,684.3亿元，在全国34个省级行政区中排名第三。山东省工业化程度较高，主要以制造业为主，已形成钢铁、食品、纺织、化工等几大支柱产业，同时依托丰富的矿产和农业资源，在煤炭、石油开采和纺织工业方面形成较强的竞争优势。

山东省是我国黄河流域的产棉省份之一，约占全国总产量的10%左右。基于棉花生产优势，山东省已在纺织工业方面形成产业集群优势，一般情况下中、小企业受制于技术和产能规模与大型企业较难形成竞争关系，而大型企业之间通过生产协调，各自确立主攻的细分市场，可以较好地避免低价竞争。2011年以来，山东省纺织工业总产值占全国纺织工业总产值比重保持在16%左右，位居全国第三。但是受到气候多变以及种植成本上涨的因素影响，山东省2013年棉花产量同比下降。2013年，全省棉花种植面积950万亩，同比下降8.1%；棉花总产量62.1万吨，同比下降11.1%。相对于不足100万吨的自产量，山东省年均用棉量为450万吨，用棉供需缺口是省内纺织企业需要面

对的主要问题。

## 经营与竞争

**公司以棉纺织品的生产和销售为主营业务，兼营热电生产和销售；2013年，由于纱线销量下降、对外售电规模减少，公司营业收入下降较为明显，但公司通过调整产品结构，织造业务向高支高密产品发展，综合毛利率水平明显提升**

公司以棉纺织品的生产和销售为主营业务，棉纱和棉布（坯布和牛仔布）是主要产品，同时兼营热电生产和销售业务。在纺织主营业务中，织造业务占收入的比例较大。2012年以来，公司为抵御市场波动影响，增加高支高密织造产品的比重，至此织造业务对毛利润的贡献度大幅提高超过纺纱业务，成为毛利润的第一大来源。由于纺织行业对电力和蒸汽需求量较大，为了加强能源保障、降低成本及减少与魏桥集团的关联交易，公司于2005年进入热电联产业务<sup>1</sup>，在满足纺织业务自用的情况下，公司向魏桥集团及第三方销售电力和蒸汽，热电业务是公司营业收入的有益补充。

2011~2013年，公司营业收入逐年下降。2012年，纺织行业需求有所恢复，同时棉花价格因国家收储政策较为稳定，公司纺织业务收入有所增长，但由于热电业务收入下降，营业收入水平较2011年略有降低。2013年，公司实现营业收入163.16亿元，同比下降10.91%，原因一是2012年同期公司加大消化高成本的棉纱库存，相比之下，2013年纱线销量下降，收入减少；二是公司因处置热电资产和自用电量增加，使得电力销售减少。

在盈利水平方面，2012年纺织行业需求有所恢复，棉花价格因收储政策较为稳定，同时煤炭价格降低，使得热电业务毛利率上升，公司当期实现毛利润20.82亿元，同比增长9.12亿元；综合毛利率11.37%，同比上升5.10个百分点。2013年，由于公司加大高附加值产品的生产，毛利率水平相应提高，加之国内煤炭价格下降均形成对公司综合毛利率的利好因素，2013年公司综合毛利率为12.51%，同比上升1.14个百分点，毛利润为20.42亿元，同比下降1.92%。

<sup>1</sup> 2005年以前，公司所需电力和蒸汽向魏桥集团购买，2005年8月13日，公司与魏桥集团签订资产收购及增资协议，购买魏桥集团拥有的部分热电厂实物资产，同时签订《电力供应协议》，约定以含税价0.45元/千瓦时（2008年5月续签供电协议，约定以含税价0.5元/千瓦时）或当地发电厂向电网销售电力的市场价较高者，由公司向魏桥集团出售上述热电厂除满足公司生产用电之外的电力。

**表 1 2011~2013 年及 2014 年 1~6 月公司营业收入及盈利构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2014 年 1~6 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	71.66	100.00	163.16	100.00	183.13	100.00	186.73	100.00
纺织	59.98	83.71	139.51	85.50	154.05	84.12	153.16	81.92
其中：纺纱	20.36	28.41	51.14	31.34	69.63	38.02	62.82	33.64
织造	39.62	55.30	88.37	54.16	84.42	46.10	90.13	48.27
热电	10.70	14.94	22.82	13.99	28.32	15.46	32.27	17.28
其他 <sup>2</sup>	0.97	1.36	0.83	0.51	0.76	0.42	1.30	0.70
毛利润合计	8.81	100.00	20.42	100.00	20.82	100.00	11.70	100.00
纺织	5.49	62.33	13.28	65.03	14.77	70.89	8.80	75.21
其中：纺纱	1.43	16.25	5.09	24.95	6.76	32.42	7.47	63.82
织造	4.06	46.08	8.18	40.08	8.01	38.47	1.33	11.36
热电	3.52	39.90	6.47	31.70	5.52	26.51	2.49	21.28
其他	-0.20	-2.23	0.67	3.27	0.53	2.59	0.41	4.66
综合毛利率		12.29		12.51		11.37		6.26
纺织		9.15		9.52		9.59		5.75
其中：纺纱		7.03		9.96		9.71		11.89
织造		10.25		9.26		9.49		1.47
热电		32.84		28.36		19.49		7.72
其他		-20.18		79.89		69.74		31.54

数据来源：根据公司提供的资料整理

2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 71.66 亿元，同比减少 7.43 亿元；毛利润为 8.81 亿元，同比减少 1.53 亿元；毛利率为 12.29%，同比下降 0.78 个百分点。2014 年，国家出台停止棉花收储改为目标价格补贴的政策后，市场对棉花价格下降存在预期，由于下游客户谨慎采购的心理，导致对棉花价格较为敏感的纱线产品销量和价格降低，公司收入和盈利水平同比略有下降。其他业务出现毛利润为负值，主要是公司处置纺织产品下脚料的损失所致。

综合来看，纺织行业作为劳动密集型产业，对宏观经济形势和大宗原材料价格波动较为敏感，但公司作为行业内龙头企业，2013 年以来随着外部环境的改善，经营状况逐步恢复。

### ● 纺织

公司作为全球最大棉纺织企业魏桥集团的子公司，是棉纱和坯布的主要生产主体，产品在国内外具有较高的知名度；公司拥有自备热电厂，能源保障能力和成本控制力仍较强，行业领先地位较为突出

公司是全球最大棉纺织企业魏桥集团的子公司，是魏桥集团上游

<sup>2</sup> 根据公司提供的资料,其他业务主要为销售棉籽、下脚料及租赁等。



产业链的生产主体，拥有魏桥镇、邹平县、滨州市和威海市四个生产基地，主要产品为棉纱、坯布和牛仔布，棉纱最高纱支达到 300 支，坯布最高密度达到 1,600 根<sup>3</sup>，“魏桥”牌产品是中国名牌产品、国家免检产品，出口地覆盖欧美、日韩等 70 多个国家和地区，公司在棉纺织行业领先地位较为突出。

表 2 2011~2013 年及 2014 年 1~6 月公司电力和蒸汽能源的使用情况

项目	2014 年 1~6 月	2013 年	2012 年	2011 年
发电量（亿千瓦时）	36.02	78.29	85.56	99.45
自用电量（亿千瓦时）	13.16	29.80	27.33	34.98
产汽量（万吨）	86.04	205.04	356.89	517.03
自用汽量（万吨）	47.96	104.55	145.12	190.18

数据来源：根据公司提供资料整理

公司拥有自备热电厂，有利于加强能源保障和降低成本。截至 2014 年 6 月末，热电厂的装机容量为 141 万千瓦，纺织业务所需电力和蒸汽自给率较高。2011~2013 年及 2014 年 1~6 月，公司自发电成本维持在 0.32 元/千瓦时左右，相较于当地的电力供应价格（0.75 元/千瓦时~1.00 元/千瓦时），每千瓦时用电成本大约低 60%，具有明显的成本优势。由于纺织行业景气度下降以及 2012 年公司处置了滨州热电资产，发电量和产汽量均有明显降低。2013 年，公司发电量为 78.29 亿千瓦时、蒸汽产量为 205.04 万吨，电量和蒸汽自用比例分别为 38.06% 和 50.99%，在发电量和产汽量规模总体减少的情况下，2013 年自用部分较 2012 年有所提高，主要是公司加大高支高密产品生产，对电力和蒸汽的消耗较大。2014 年 1~6 月，公司发电量为 36.02 亿千瓦时、蒸汽产量为 86.04 万吨，电量和蒸汽自用比例分别为 36.54% 和 55.75%，电量自用比例同比降幅不足 1.5%，蒸汽自用比例同比上升 12.38 个百分点。总体来看，公司纺织业务的能源保障程度较高，生产有序进行。

综上所述，公司是全球最大棉纺织企业魏桥集团的子公司，主要产品在国内外市场知名度较高，同时拥有自备热电厂有效地降低了用电成本，因此公司在同行业中具有较强的竞争力。

#### 公司棉花采购渠道稳定，每年可获得一定数额的加工贸易用棉配额，有利于平摊国内高价棉成本；但 2011 年以来，国内外棉花价格差加大使公司面临一定用棉成本压力

棉花是棉纺织企业最重要的原材料，其价格波动对公司生产运营和成本控制带来一定压力。公司主要通过进口配额和国内采购两种方式以现货价格采购皮棉，进口配额分为零关税的加工贸易进口配额和滑准税配额，公司既可以运用进口棉花进行配棉，生产不同纱支规格的纱线，又可以通过进口低价棉分摊总采购成本。公司对棉花采购管

<sup>3</sup> 在公定回潮率条件下（9.89%），重量为一磅的棉纱，长度有多少个 840 码即为英制支数，纱支越高，纱线越细。布面的密度由每平方英寸中排列的经纱和纬纱的根数表示，密度越高，织造难度越大，所需织造技术越高。



控较为严格，主要供应商为国内、国际大型棉花流通企业，如中国储备棉管理总公司、嘉吉公司等；在棉花质量方面，采购协定中规定棉花品质以到厂检验为准，同时包含品质公差的索赔内容；在结算方式方面，国内采购结算方式为货到付款，而进口棉结算方式主要为90天及180天远期信用证。

2011年和2012年公司分别获得零关税的加工贸易进口配额为28.30万吨和29.30万吨，约占全国加工贸易配额量的30%，由于获得加工贸易配额较为充足，公司较少使用因竞拍储备棉而匹配的滑准税配额；2013年国家累计收储棉650.64万吨，已经接近国家统计局公布的全年国内棉花产量684万吨，故公司以竞拍储备棉为主，取得27.87万吨储备棉；当年获得加工贸易配额为13.23万吨、滑准税配额8.45万吨，均已全部使用。

表3 2011~2013年及2014年1~6月公司棉花采购情况（单位：万吨、万元/吨）

项目	2014年1~6月	2013年	2012年	2011年
总采购量	19.38	57.68	42.41	68.23
其中：国际采购	6.10	27.33	33.77	31.93
国内采购	13.28	30.35	8.64	36.30
平均价格	1.46	1.54	1.42	1.99

数据来源：根据公司提供资料整理

2011年以来，公司棉花采购总量有所波动，主要反映了下游需求以及棉花价格波动对公司采购策略的影响。2012年，公司采购总量较2011年显著下降，一方面是纺织下游需求不旺对公司整体生产规模的影响；另一方面公司为降低用棉成本，主要依赖进口配额采购皮棉，减少国内高价棉的使用所致。2013年，随着国内收储量不断上升，公司采购主要依赖于竞拍储备棉，国内采购大幅增加，全年采购总量达到57.68万吨，同比上升15.27万吨。由于与进口棉花相比储备棉价格较高，当期采购均价为1.54亿元，较2012年出现小幅上升，得益于公司拥有加工贸易配额较多，对国内高价棉起到一定的分摊作用。2014年1~6月，公司已累计竞拍储备棉11.63万吨，获得加工贸易配额13.08万吨，其中已使用4.00万吨；获得滑准税配额1.89万吨，其中已使用0万吨。

综上所述，在国内外棉花价格未实现完全接轨的情况下，由于公司用棉量较大，用棉成本对公司生产成本将持续形成一定压力。

**公司纱线和坯布产能居国内行业首位，生产技术和产品质量处于国际先进水平，但由于纱线产品属于初级加工品，对下游需求和原材料价格波动较为敏感，2013年纱线销售收入有所下降，而织造类产品销售情况较为良好**

在纺纱业务方面，公司拥有约650万锭，引进了清梳联合机、紧密纺细纱机、自动络筒机等国际先进设备，纺纱采用紧密纺纱、赛



络纺、氨纶包芯纱等新型纺纱技术，形成了国内最大的精梳纱、无结头纱生产基地。截至 2014 年 6 月末，公司棉纱产能为 69.52 万吨/年，居国内行业首位，棉纱无结头纱比重均为 100%，精梳纱比重达到 85%，无卷化率达到 70%，“三无一精”指标远高于《纺织工业“十二五”发展纲要》<sup>1</sup>中的目标。公司以中高档纯棉纱线为主要产品，产量中约 50% 为自用。

在织造业务方面，公司引进了具有国际先进水平的喷气织机、剑杆织机和大提花织机等先进设备，形成了国内最大的无梭织造生产基地。截至 2014 年 6 月末，公司坯布产能 15.16 亿米/年，居国内行业首位，坯布的无梭布比重达 80%，优于国家纺织工业发展目标，出口坯布均达到美国“四分制”外观质量标准，“魏桥”牌高支高密纯棉坯布在行业中具有一定的品牌效应，同时也形成了一定规模的牛仔布产能。

公司直接出口地主要集中在东亚和香港，2011 年以来，公司调整营销网络布局，减少对海外市场依赖，内销占比在 50% 以上。但由于内销客户中有很大比例以出口业务为主，因此公司纺织业务也受到国际市场波动影响，同时棉纱在纺织工业中属于前端基础性产品，对原材料价格波动也较为敏感。在结算方式上，公司除给予业务合作 5 年以上、信用好的客户部分不超过 60 天的账期外，其他全部为现款现货，因此销售回款效率较高。

2012 年以来，为了应对行业经济的不利冲击，公司发挥设备和技术优势，主动放弃低端市场，致力于中高端纱线领域（40 纱支以上），生产高纱支纱线，一方面高纱支纱线的配棉成分要求较高，从而相对降低了国内外棉花价格差带来的负面影响，同时生产用工减少，相对降低了劳动力成本；另一方面高纱支纱线的单位产量相对减少，在提高产品质量和附加值的同时一定程度上缓解了库存和用棉压力。

由于 2011 年在行业低谷时期，公司纱线产量过大，2012 年收缩生产规模，纱线产量减少，销量以消化库存为主，当期纱线产销率达到 62.17%（含自用部分达到 123.90%），销售收入为 69.63 亿元，同比增加 10.84%；织造业务收入因缩减产量而有所减少，但产销率和毛利率水平均有所提高，当期毛利率为 9.49%，其中坯布由 2011 年不足 1.00%，上升为 8.89%。

与 2012 年相比，2013 年纱线的销量有所减少，除因为 2012 年大规模消化库存外，也由于 2013 年纱线自用比例较高，进而纱线销售收入下降。在坯布和牛仔布方面，坯布和牛仔布产量同比有所下降，主要是公司调整产品结构向高支高密产品发展，故单位成本下产量减少。

<sup>1</sup> “三无一精”分别是无棉卷、无结头纱、无梭布和精梳纱，是表示棉纱和坯布质量的指标。《纺织工业“十一五”发展纲要》的目标是到 2011 年，无卷化率为 50%、无结纱比重为 70%，精梳纱比重为 30%、无梭布比重为 70%。《纺织工业“十二五”发展纲要》将无结头纱比重提高到 70% 以上。

**表4 2011~2013年及2014年1~6月公司纺织产品产销量及平均价格情况**

项目		2014年1~6月	2013年	2012年	2011年
纱线	产能(万吨/年)	69.52	74.51	76.59	88.53
	实际产量(万吨)	20.81	48.78	45.00	61.81
	销量(万吨)	8.59	21.16	27.97	18.74
	平均价格(万元/吨)	2.37	2.42	2.49	3.35
	销售收入(亿元)	20.36	51.14	69.63	62.82
坯布	产能(亿米/年)	15.16	15.47	16.08	16.82
	实际产量(亿米)	4.74	10.21	10.45	11.65
	销量(亿米)	4.42	10.75	10.42	10.13
	平均价格(元/米)	7.11	7.05	7.36	8.08
	销售收入(亿元)	31.47	75.75	76.74	81.88
牛仔布	产能(亿米/年)	1.32	1.36	1.36	1.34
	实际产量(亿米)	0.37	0.73	0.89	1.02
	销量(亿米)	0.73	1.11	0.62	0.56
	平均价格(元/米)	11.23	11.36	12.39	14.75
	销售收入(亿元)	8.15	12.61	7.68	8.26

数据来源: 根据公司提供资料整理

2014年1~6月, 公司纱线产量为20.81万吨, 同比减少12.45%, 出于谨慎采购棉花的考虑, 纱线产量相应降低; 坯布产量为4.74亿米, 同比减少3.46%; 牛仔布产量为0.37亿米, 基本与去年同期持平。

综上所述, 公司棉纱和坯布产能居全国首位, 产品质量处于国际先进水平, 但由于处于产业链前端, 易受经济形势波动影响, 2011年以来, 经营状况出现波动。公司凭借自身的技术优势, 主攻中高端市场, 同时依据棉花价格传导周期(一般为20~30天), 统筹订单周期和库存量, 尽快在价格传导期内实现销售, 公司纺织业务盈利能力明显改善。

### ● 热电

**公司自备电厂以热电联产模式进行生产, 脱硫装置和各项能耗指标均接受在线监测; 公司自发电具有一定成本优势, 但国家节能减排政策以及现行电力体制使公司发电及供电模式将面临一定的政策风险**

公司热电机组大部分是抽凝式机组, 截至2014年6月末, 总装机容量为141万千瓦, 单机容量均在10万千瓦以下。公司机组的除尘系统采用电除尘, 设计除尘效率99.6%以上。热电厂污染治理设施按照环保要求建设, 主要包括锅炉烟气静电除尘器和“石灰石-石膏”湿法脱硫系统, 脱硫效率达到了96.5%~98.1%, 烟气排放浓度符合国家相关标准要求。厂区产生的污水综合利用后, 经简单预处理后排入邹平县城污水处理厂处理, 污水排放执行《山东省小清河流域水污染物综合排放标准》(DB37/656-2006)要求。公司热电生产受《发展改革

委、能源办关于加快关停小火电机组若干意见》(国发【2007】2号)和《国务院进一步加强淘汰落后产能工作的通知》(国发【2010】7号)约束,山东省环保局对其进行全程在线排放监测。2014年年初,公司已开始进行脱硝装置的安装工作,预计在年底完工。

公司发电成本中煤炭成本占80%左右,电煤价格波动对发电成本产生一定影响。公司电煤采购实行招标制,招标采购能够在保证质量的前提下获得较低采购价格。公司每月举办一次招标会,中标供应商一个月内交货,运输由供应商负责,库存均量可保证电厂平均15天生产运营。2011~2013年及2014年1~6月,公司煤炭采购量分别为606.38万吨、467.37万吨、447.21万吨和189.34万吨;采购金额分别为39.54亿元、26.97亿元、21.20亿元和8.21亿元,2012年以来煤炭价格下降及采购量减少是采购金额大幅减少的主要原因,对发电成本控制形成利好因素。

**表5 2011~2013年及2014年1~6月公司热电产品产销量及平均价格情况**

项目		2014年1~6月	2013年	2012年	2011年
电力	发电量(亿千瓦时)	36.02	78.29	85.56	99.45
	销量(亿千瓦时)	22.86	48.50	58.23	64.47
	外售比例(%)	63.46	61.94	68.06	64.83
	平均价格(元/千瓦时)	0.45	0.44	0.44	0.44
	销售收入(亿元)	10.23	21.47	25.55	28.07
蒸汽	产汽量(万吨)	86.04	205.04	356.89	517.03
	销量(万吨)	38.08	100.49	211.77	326.85
	外售比例(%)	44.26	49.01	59.34	63.22
	平均价格(元/吨)	124.08	133.63	130.93	128.47
	销售收入(亿元)	0.47	1.35	2.77	4.20

数据来源:根据公司提供资料整理

公司所产电力和蒸汽在满足自用的情况下,电力剩余部分根据公司与魏桥集团签订的《电力供应协议》和邹平县政府文件通过自有管线分别向魏桥集团和第三方销售,而剩余蒸汽全部销售给第三方。2013年,公司对外售电有所减少,主要是其一,与2012年相比公司因处置热电资产,总装机容量有所降低,故发电量有所降低;其二,公司调整产品结构后,高支高密产品自用电力增加,对外销售部分相应减少。

**表6 2011~2013年及2014年1~6月公司电力产品对外销售情况(单位:亿千瓦时、亿元)**

项目	2014年1~6月		2013年		2012年		2011年	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
对外售电	22.86	10.23	48.50	21.47	58.23	25.55	64.47	28.07
其中:魏桥集团	20.33	8.69	43.81	18.72	44.07	18.83	33.56	14.36
第三方	2.53	1.54	4.69	2.74	14.16	6.72	30.91	13.71

数据来源:根据公司提供的资料整理

2014年10月21日，公司与魏桥集团签署热电资产置换协议，拟收购魏桥集团持有的第七热电厂，并通过向魏桥集团出售公司持有的魏桥热电厂及支付现金作为对价。根据万隆（上海）资产评估有限公司出具的评估报告（万隆评报字（2014）第1302号和第1303号），截至2014年8月31日，魏桥集团的第七热电厂总装机容量为132万千瓦，评估价值为4,368,062,200元；公司的魏桥热电厂总装机容量为129万千瓦，评估价值为3,836,369,200元，两项热电资产的评估价值差额为531,693,000元。

若本次热电资产置换完成后，公司自备电厂的总装机规模将达到144万千瓦，使用运行时间较短的大型机组替代了运行时间较长的小型机组，提高了热电机组使用效率，节约了维修及保养费用，避免了公司自建热电机组的资本支出，同时有利于降低现有发电成本（每千瓦发电成本将降低约30%）。截至本报告出具日，本次热电资产置换事项尚未获得公司股东大会批准和魏桥集团董事会批准。

综上所述，公司自备热电厂总装机容量具有一定规模，在保障自用的情况下，对外销售热电资源有利于公司分散单一业务构成的风险、降低整体运营成本，但公司热电机组通过自有管线对外供电将在长期内面临一定的政策风险。

## 公司治理与管理

### 产权状况与公司治理

魏桥纺织前身为山东魏桥纺织股份有限公司，初始注册资本为20,204万元。截至2014年6月末，公司注册资本为119,438.90万元，其中魏桥集团持股63.45%；自然人张红霞和张士平分别持股1.48%和0.44%（张士平为张红霞的父亲）；其余34.63%股份由境外外资股东持有，魏桥集团是公司第一大股东。

公司按照《公司法》、《证券法》等有关法规的规定，建立权责明晰的管理体系及规范的法人治理结构。股东大会是公司的权力机构，定期按照法定程序召开；董事会是公司的决策机构，现设董事长兼总经理1名、其他董事8名（其中3名为独立董事）；监事会是公司的监督机构，现设监事3名。公司管理层负责日常生产经营管理工作，由董事会聘任，下设生产技术部、原料供应部、销售总公司等职能部门。为适应管理需要，公司建立了一套较完整的内部管理制度体系，包括风险控制管理制度、关联交易内部审批管理制度、证券信息收集与披露制度、独立会计核算体系和财务管理制度等，为公司健康发展奠定了良好基础。

### 战略与管理

公司以开发高端产品以及拓展新兴市场为战略，利用纺织行业调整期扩大市场份额。公司将坚持以市场需求为导向，充分利用各种新



型纤维，调整和优化产品结构，努力适应多品种、小批量、快交货的市场新形势，逐步提高中高端产品的销售比例。此外，公司将不断加大以节能为重点的技术进步和改造力度，全面实施清洁生产。未来几年，公司将加强自主创新和内部管理，保持公司在棉纺织行业内的领先地位。

### 抗风险能力

公司是全球规模最大棉纺织企业魏桥集团的子公司，棉纱和坯布产能居国内行业首位，成纱和高支高密织物质量达到国际先进水平，在国内外市场具有较高的品牌效应。但公司产品处于纺织行业前端，对行业需求和原材料价格波动较为敏感，使得公司的盈利水平出现波动。为增强抗经济波动的能力，公司凭借自身的技术优势和棉花进口配额的优势，积极调整产品结构，致力于高端产品市场，2012年在纺织行业季节性恢复的条件下，公司经营状况出现好转，但棉花政策变更及价格波动对公司经营的影响程度较大。未来公司将继续以市场为导向，加强产品开发力度，优化产品结构，进一步提高抵御经济不利冲击的能力，巩固在棉纺织行业中的领先地位。总体上看，公司的抗风险能力很强。

### 财务分析

公司提供了2011~2013年及2014年1~6月财务报表。安永华明会计师事务所和安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）分别对公司2011~2013年度财务报表分别进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2014年1~6月财务报表未经审计。

### 资产质量

**公司资产规模有所波动，资产构成以流动资产为主，其中货币资金占比较高，资产流动性较强；受纺织行业需求下滑、棉花价格波动影响，公司库存有所波动，但应收账款效率较高且保持稳定**

2011~2013年末及2014年6月末，公司资产规模有所波动，流动资产占比升高，主要是公司现阶段生产规模趋于稳定，较少购建固定资产且每年计提较大数额折旧，同时随着纺织行业需求恢复，公司销售状况良好，货币资金大幅增长。

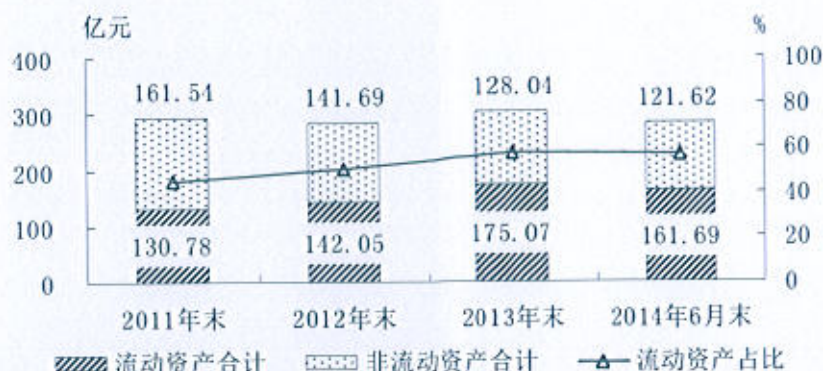


图1 2011~2013年末及2014年6月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由货币资金和存货构成，2013年末两项合计占流动资产的比例在95%以上。2013年末，公司货币资金为103.53亿元，占流动资产的比重为59.14%，较2012年末增长34.21%，其中银行存款占比为98.60%，货币资金较为充裕；存货主要为半成品和产成品，2013年末为64.39亿元，计提存货跌价准备4.17亿元，较2012年末增长11.03%。

其他流动资产中主要是应收账款，2013年末为5.59亿元，由于公司销售回款管理较为严格，除对个别长期合作且信誉较好的客户给予不超过60天的账期外，其余均为现款现货，因此账龄基本在1年以内，关联方魏桥集团欠款占应收账款总额的比例约为2.00%。2014年6月末，公司流动资产为161.69亿元，较2013年末减少7.64%，主要的流动资产科目变动较小。

公司非流动资产主要为固定资产，固定资产占非流动资产比重在95%左右。2013年末，固定资产为123.18亿元，同比减少9.73%，主要是公司计提折旧13.36亿元所致。其他非流动资产中，在建工程主要为各工业园房屋建筑物和机器设备，在建工程余额随着工程逐步完工而逐年降低；无形资产主要是土地使用权和非专利技术，无形资产数额变化较小；递延所得税资产为2.12亿元，可抵扣暂时性差异主要来源于防止棉花价格下降而计提的存货跌价准备。2014年6月末，公司非流动资产为121.62亿元，较2013年末减少5.01%。

2011~2013年及2014年1~6月，公司存货周转天数分别为163.68天、175.71天、154.33天和178.10天；应收账款周转天数分别为8.93天、9.01天、12.31天和11.87天，随着公司库存逐步消化，2013年存货周转效率有所提高，同时公司应收账款管理较为严格，回款效率较高。

截至2014年6月末，公司所有权受限资产主要为信用证保证金0.76亿元，以及用于抵押借款的固定资产，其账面价值为25.82亿元，取得借款为43.28亿元。

综上所述，随着全球经济逐步恢复，公司销售情况有所改善，回



款质量较高，货币资金大幅上升推动资产规模增大。整体上看，公司资产流动性较强。

### 资本结构

**公司负债规模有所波动，公司因发行公司债券使得总负债规模上升，有息债务占总负债的比重较高，但资产负债率尚在可控范围之内**

2011~2013年末及2014年6月末，公司负债规模有所波动。由于公司于2013年10月发行一期公司债券，使得债务规模明显上升，债务结构由此发生变动，流动负债占比由2011年末的64.90%下降到2013年末的50.74%。

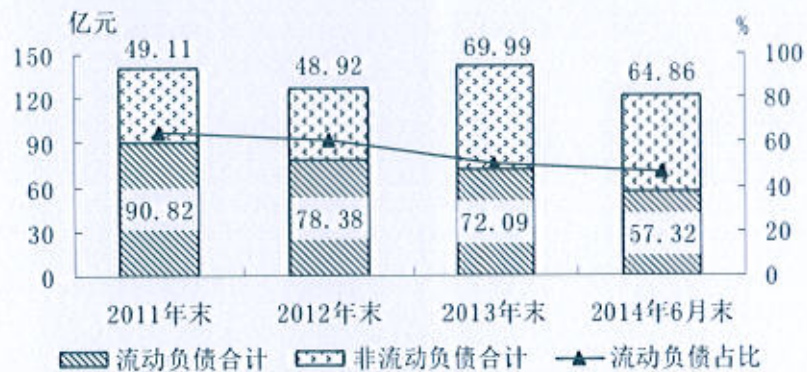


图2 2011~2013年末及2014年6月末公司负债构成情况

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、应付职工薪酬、一年内到期的非流动负债和应交税费等构成。2013年末，短期借款为31.24亿元，在流动负债中占比为43.33%，同比减少23.50%，其中信用借款占比为52.56%；应付账款为19.39亿元，主要是应付采购棉花款项，其中账龄超过1年的应付款为1.58亿元；应付职工薪酬为7.11亿元，同比变动较小；一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款，余额为5.84亿元，同比增加54.76%，其中抵押借款为5.24亿元；应交税费为5.01亿元，同比减少0.43亿元。

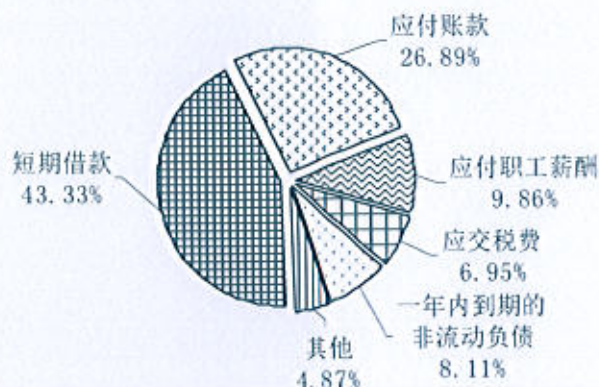


图3 2013年末公司流动负债构成情况

2014年6月末,公司流动负债为57.32亿元,其中短期借款为26.40亿元,较2013年末减少15.49%,主要是公司归还部分银行借款所致;应付账款为12.56亿元,较2013年末减少35.21%,主要是棉花直补细则尚未出台,公司在2014年上半年棉花采购较为谨慎,从而应付货款较少。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成,两项合计占非流动负债比例超过95%。2013年末,长期借款为37.46亿元,其中抵押借款为33.49亿元;应付债券为2013年内发行的30亿元公司债券,年末余额为29.72亿元。2014年6月末,公司非流动负债为64.86亿元,较2013年末减少7.34%。

2013年末,公司总有息债务规模因发行公司债券显著上升,其占总负债比重亦有所上升,有息债务结构变为以长期有息债务为主。

表7 2011~2013年末及2014年6月末公司有息债务构成及占总负债比重(单位:亿元、%)

项目	2014年6月末		2013年末		2012年末		2011年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期有息债务	28.15	23.04	37.08	26.10	44.61	35.04	44.41	31.74
长期有息债务	62.16	50.87	67.18	47.28	46.05	36.17	46.62	33.32
总有息债务	90.31	73.92	104.26	73.38	90.66	71.21	91.03	65.06
总负债	122.18	100.00	142.09	100.00	127.30	100.00	139.93	100.00

截至2014年6月末,从未来5年内公司有息债务到期情况看,公司1年以内和5年以上的债务较多,但相对于公司的经常性偿债来源来看,公司还款压力较小。



表8 截至2014年6月末公司有息债务期限结构(单位:亿元、%)

项目	≤1年	(1,2]年	(2,3]年	≥5年	合计
金额	28.15	14.12	18.29	29.75	90.31
占比	31.17	15.64	20.25	32.94	100.00

2011~2013年末及2014年6月末,公司未分配利润分别为59.71亿元、63.25亿元、67.42亿元和67.54亿元;所有者权益分别为152.38亿元、156.44亿元、161.02亿元和161.13亿元,公司销售情况良好,盈利水平上升使得公司留存收益增长,从而带动所有者权益上升。

表9 2011~2013年末及2014年6月末公司财务比率指标(单位:%、倍)

指标	2014年6月末	2013年末	2012年末	2011年末
资产负债率	43.13	46.88	44.86	47.87
债务资本比率	35.92	39.30	36.70	37.40
长期资产适合率	185.81	180.43	144.94	124.73
流动比率	2.82	2.43	1.81	1.44
速动比率	1.77	1.54	1.07	0.33

2011~2013年末及2014年6月末,公司资产负债率有所波动,但整体上资产对负债的保障程度较好;公司长期资产对长期资本的覆盖程度逐年上升,覆盖程度较好;随着2012年三季度以来,纺织行业需求有所恢复,公司流动比率和速动比率均有所上升。

截至2014年6月末,公司无对外担保事项。

综上所述,公司所处行业对宏观经济和原材料价格波动较为敏感,同时为了保持现有生产规模,公司对资金的需求较大,有息债务占总负债比重较高,2013年发行公司债券后,一定程度上推高了负债规模,但总体上公司资产对负债的保障程度较好。

### 盈利能力

**2011~2013年,公司营业收入有所下降,但盈利水平在积极调整产品结构的举措下有所上升**

2011~2013年,受棉花价格波动、纱线去库存等情况影响,公司营业收入有所下降,其中2013年同比降幅为1.93%,但盈利水平保持上升,主要是公司根据市场需求调整产品结构,加强高毛利率的产品销售力度,2013年毛利率和营业利润率均有所上升,分别达到12.51%和4.93%;利润总额增至9.22亿元,同比增长2.58亿元。

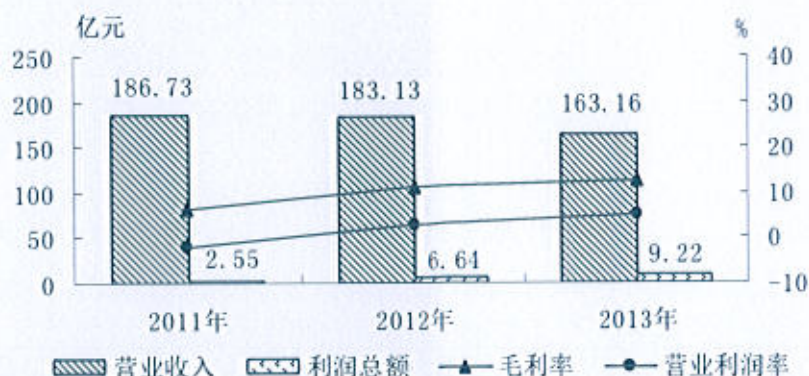


图4 2011~2013年公司收入和盈利情况

在费用控制方面，2011~2013年，公司各项期间费用之和占营业收入的比重分别为4.93%、6.07%和6.54%，其中财务费用占比较大，分别为2.72%、3.57%和3.55%，公司各项期间费用控制较为稳定。

在盈利指标方面，2011~2013年，公司总资产报酬率和净资产收益率均有明显上升，主要是随着纺织行业需求有所恢复，公司净利润上升所致。

表10 2011~2013年公司部分财务指标（单位：%）

指标	2013年	2012年	2011年
总资产报酬率	4.87	4.45	2.82
净资产收益率	3.89	3.06	1.57

2014年1~6月，公司营业收入为71.66亿元，同比减少7.43亿元；毛利润为8.81亿元，同比减少1.53亿元；期间费用为5.47亿元，同比增加0.28亿元；利润总额为3.01亿元，同比减少1.19亿元；净利润为2.09亿元，同比减少0.53亿元；总资产报酬率和净资产收益率分别为2.19%和1.30%，同比下降幅度均不足0.50个百分点。

未来1~2年，随着公司重点向高纱支市场领域发展，公司抵御行业需求波动的能力将有所增强，有利于提高收入和利润水平的稳定性。

## 现金流

### 2011~2013年，公司经营性净现金流大幅波动，经营性净现金流对债务和利息的保障能力不稳定

2011~2013年，公司经营性净现金流大幅波动，主要是受需求下滑影响净利润和存货大幅波动所致。2011年，公司经营性净现金流为负值，主要是行业需求下滑，销售受阻，库存大幅增加所致；2012年，公司一方面减少国内棉花采购，经营性现金流流出量大幅减少，另一方面抓住行业季节性恢复，加强销售力度，存货规模显著下降，使得当期经营性现金流表现为净流入；2013年，公司经营性净现金流为20.16亿元，同比减少30.33亿元，主要是相较于2012年，当期公司



去库存压力较小,出于正常备货需求,库存水平有所上升。2011~2013年,公司现金回笼率分别为117.49%、115.86%和115.32%,保持较强的现金获取能力。

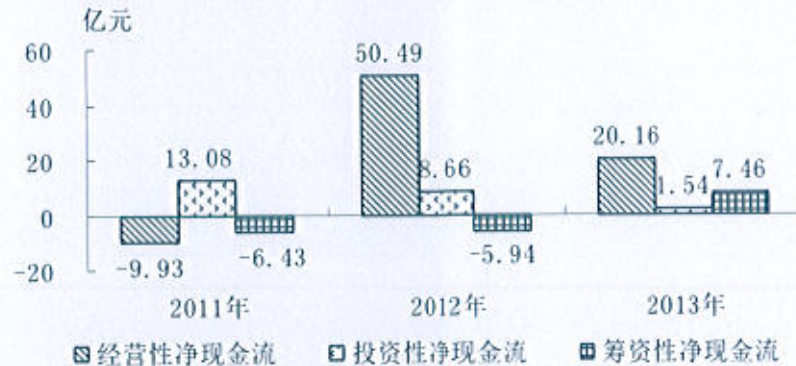


图5 2011~2013年公司现金流情况

2011~2013年,公司投资性净现金逐年下降但仍保持净流入,主要由于公司逐步减少固定资产的购建规模以及根据资金需求调整存款数额和期限所致;公司筹资性现金流主要是受公司偿还或借入资金影响。

2011~2013年,由于公司经营性净现金流同比大幅减少,造成经营性净现金流对债务和利息的保障能力不稳定,但是整体保障程度仍然较高;EBIT和EBITDA对利息保障倍数受盈利水平增长带动,利息保障倍数有所上升。

表11 2011~2013年及2014年1~6月公司债务及利息的覆盖水平(单位:%、倍)

指标	2014年1~6月	2013年	2012年	2011年
经营性净现金流/流动负债	18.25	26.80	59.68	-12.27
经营性净现金流/总负债	8.94	14.97	37.79	-7.50
经营性净现金流利息保障倍数	3.70	3.64	8.43	-1.74
EBIT利息保障倍数	1.94	2.66	2.11	1.45
EBITDA利息保障倍数	-	5.08	4.41	3.88

2014年1~6月,公司经营性净现金流为11.81亿元;投资性净现金流为0.14亿元;筹资性净现金流为-18.13亿元。

综上所述,2012年以来虽然经营性净现金流出现较大波动,但是并未对债务和利息保障程度产生实质性影响,整体保障水平仍然较高。

### 偿债能力

公司是全球最大棉纺织企业魏桥集团的子公司,具有一定的规模优势,但以棉纱和坯布为主,处于纺织行业的产业链上游,因此公司盈利能力对需求和棉花价格波动较为敏感。2013年以来,由于纱线销量下降,营业收入出现小幅下滑,但是由于产业结构调整得当,盈利



水平同比上升。从资产构成看，2013年末，公司货币资金突破100亿元，且受限货币资金较少，货币资金较为充足；存货主要为库存商品和棉花，受行业需求波动影响存货存在一定跌价风险。从债务规模看，公司资产负债率虽有所上升，但债务水平适中，2013年发行公司债券一定程度上抬高了负债规模。从现金流看，公司经营性净现金流具有一定的波动性，但仍能对债务形成有效覆盖。

综合来看，公司行业领先地位仍较为突出，凭借自身生产优势，积极调整产品结构和市场结构，销售回款效率较高，加之公司作为上市公司外部融资渠道较为通畅。因此，公司具有很强的债务保障能力。

## 债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2014年8月29日，公司本部未曾发生信贷违约事件；截至本报告出具日，公司已发行一期公司债券“13魏桥01”，尚在存续期、按时付息。

## 结论

纺织行业是我国传统的比较优势行业，但2011年以来，全球经济形势低迷、纺织行业需求下滑，同时原材料棉花价格大幅削弱了我国纺织行业出口竞争优势，部分订单向东南亚国家转移，行业利润水平增速减缓。公司经过多年的发展积累，形成了以纺纱和织造为核心的业务结构，具备一定的规模优势和品牌知名度。但是公司产品处于行业前端、附加值较低，易受下游需求和棉花价格波动影响。但作为国内产能最大的纺织企业，行业领先地位仍较为突出，在2013年纺织行业逐步恢复的情况下，公司各类产品销售情况良好，回款质量较高，盈利水平出现明显提升。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。预计未来1~2年，随着行业需求逐步回暖以及高毛利率的产品比例增加，公司收入有望保持稳定，对债务的保障能力将有所增强。因此，大公对魏桥纺织的评级展望为稳定。

## 跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对魏桥纺织股份有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

### 1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

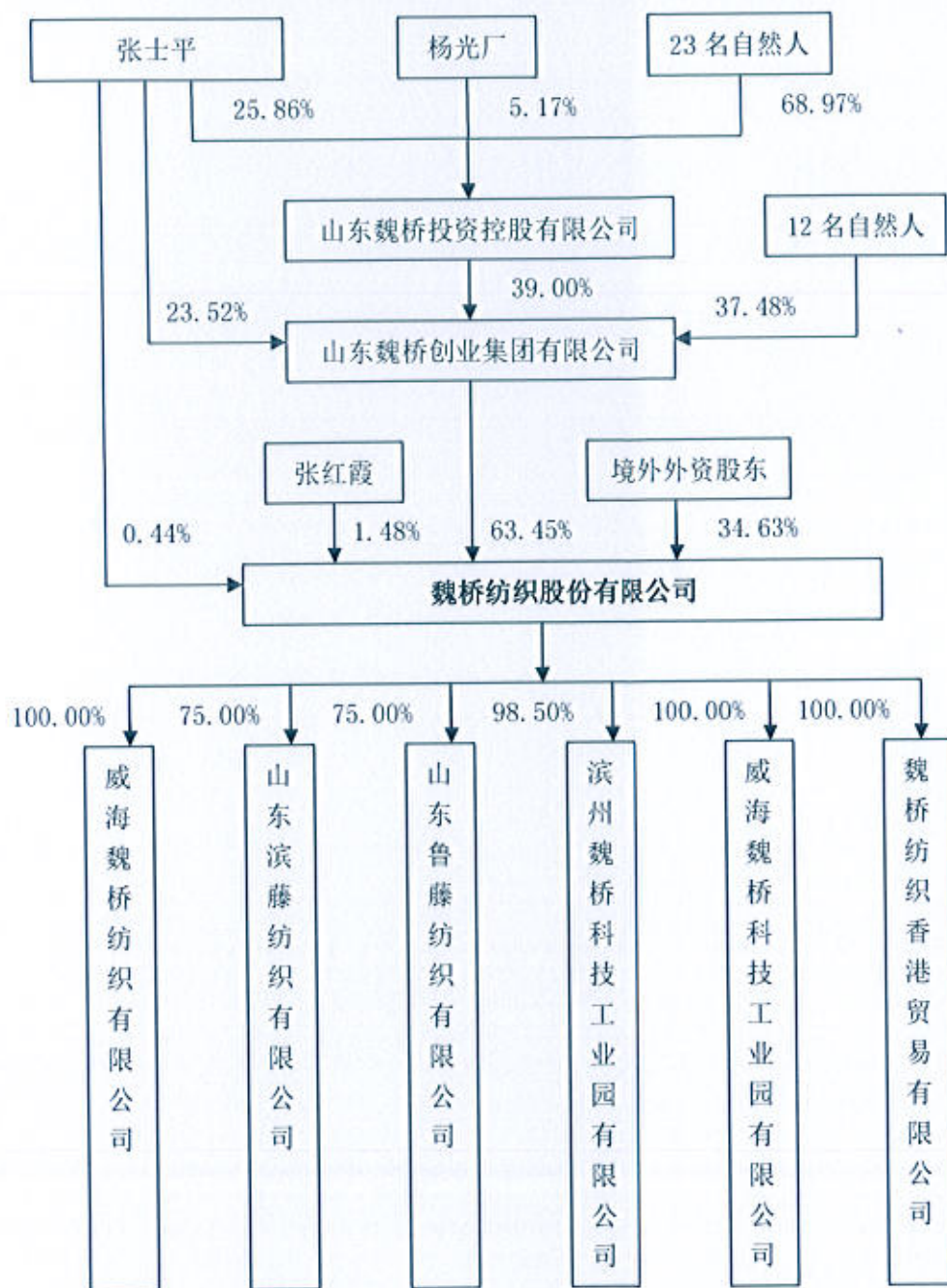
### 2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

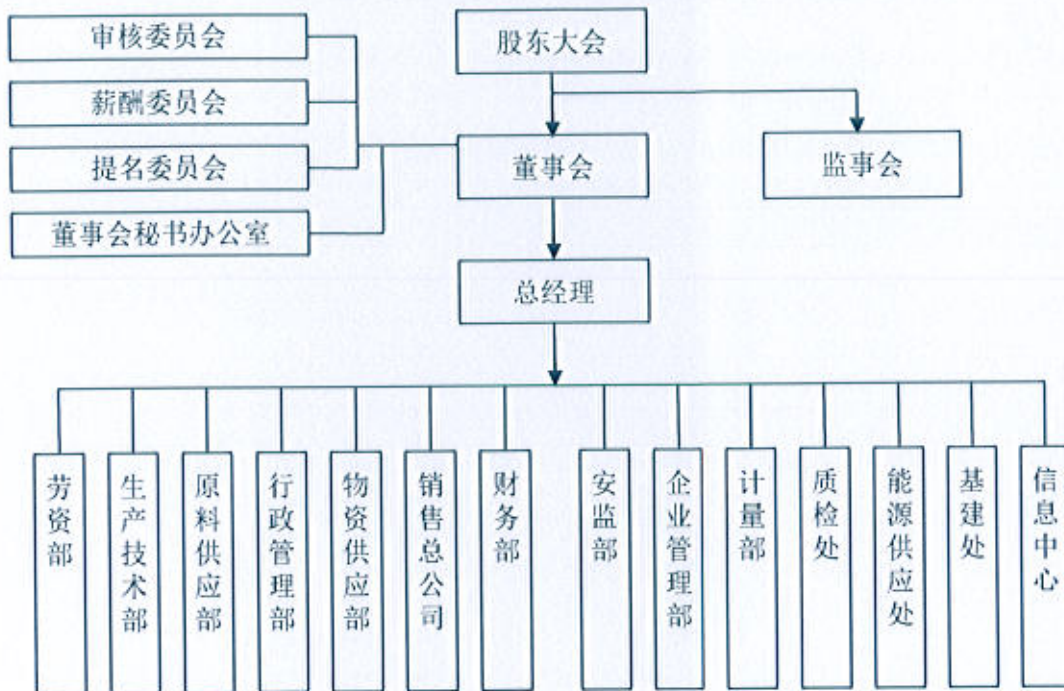
3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 截至 2014 年 6 月末魏桥纺织股份有限公司股权结构图<sup>5</sup>



<sup>5</sup> 截至 2014 年 6 月末，自然人张士平登记持有山东魏桥投资控股有限公司（以下简称“魏桥投资”）25.86%的股权，其中 5.17%的股权为张士平代其他合计 29 名自然人股东持有，张士平个人实益持有魏桥投资 20.69%的股权；自然人杨光厂登记持有魏桥投资 5.17%的股权，其中 1.72%的股权为杨光厂代其他合计 10 名自然人股东持有，杨光厂个人实益持有魏桥投资 3.45%的股权。

## 附件 2 截至 2014 年 6 月末魏桥纺织股份有限公司组织结构图



**附件 3 魏桥纺织股份有限公司主要财务指标**

单位：万元

年 份	2014年6月 (未经审计)	2013年	2012年	2011年
<b>资产类</b>				
货币资金	970,308	1,035,265	771,366	261,458
应收账款	38,554	55,943	55,679	35,966
存货	599,699	643,948	579,952	1,004,518
流动资产合计	1,616,866	1,750,680	1,420,514	1,307,781
固定资产	1,163,752	1,231,832	1,364,572	1,548,637
无形资产	18,438	18,674	19,147	20,217
非流动资产合计	1,216,173	1,280,366	1,416,853	1,615,369
总资产	2,833,039	3,031,046	2,837,367	2,923,150
<b>占资产总额比 (%)</b>				
货币资金	34.25	34.16	27.19	8.94
应收账款	1.36	1.85	1.96	1.23
存货	21.17	21.25	20.44	34.36
流动资产合计	57.07	57.76	50.06	44.74
固定资产	41.08	40.64	48.09	52.98
无形资产	0.65	0.62	0.67	0.69
非流动资产合计	42.93	42.24	49.94	55.26
<b>负债类</b>				
短期借款	263,992	312,388	408,324	342,743
应付账款	125,590	193,855	178,310	342,251
预收款项	12,252	11,694	15,847	8,988
其他应付款	11,148	13,247	14,340	16,716
应付职工薪酬	72,872	71,052	68,706	69,954
应交税费	50,446	50,120	54,361	22,498
一年内到期的非流动负债	17,553	58,448	37,768	101,402
流动负债合计	573,224	720,939	783,759	908,222
长期借款	324,148	374,640	460,545	466,182
应付债券	297,427	297,167	0	0
非流动负债合计	648,562	699,923	489,220	491,097
负债合计	1,221,785	1,420,861	1,272,979	1,399,319
<b>占负债总额比 (%)</b>				
短期借款	21.61	21.99	32.08	24.49
应付账款	10.28	13.64	14.01	24.46
预收款项	1.00	0.82	1.24	0.64
其他应付款	0.91	0.93	1.13	1.19



附件 3 魏桥纺织股份有限公司主要财务指标 (续表 1)

单位: 万元

年 份	2014 年 6 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
<b>占负债总额比 (%)</b>				
应付职工薪酬	5.96	5.00	5.40	5.00
应交税费	4.13	3.53	4.27	1.61
一年内到期的非流动负债	1.44	4.11	2.97	7.25
流动负债合计	46.92	50.74	61.57	64.90
长期借款	26.53	26.37	36.18	33.31
应付债券	24.34	20.91	0.00	0.00
非流动负债合计	53.08	49.26	38.43	35.10
<b>权益类</b>				
实收资本 (股本)	119,439	119,439	119,439	119,439
资本公积	666,464	666,464	667,338	667,338
盈余公积	142,669	142,669	136,344	130,651
未分配利润	675,409	674,199	632,525	597,125
归属于母公司所有者权益	1,603,982	1,602,771	1,555,646	1,514,553
所有者权益合计	1,611,254	1,610,185	1,564,387	1,523,831
<b>损益类</b>				
营业收入	716,572	1,631,618	1,831,325	1,867,346
营业成本	628,472	1,427,454	1,623,109	1,750,371
销售费用	7,986	20,420	20,621	18,042
管理费用	13,760	28,358	25,240	23,065
财务费用	32,923	57,957	65,371	50,867
资产减值损失	4,032	10,171	30,747	51,700
营业利润	26,562	80,439	48,476	-35,795
营业外收支净额	3,586	11,738	17,898	61,251
利润总额	30,148	92,177	66,374	25,455
净利润	20,872	62,692	47,899	23,932
归属于母公司所有者的净利润	21,013	62,881	48,188	24,558
<b>占营业收入比 (%)</b>				
营业成本	87.71	87.49	88.63	93.74
销售费用	1.11	1.25	1.13	0.97
管理费用	1.92	1.74	1.38	1.24
财务费用	4.59	3.55	3.57	2.72
资产减值损失	0.56	0.62	1.68	2.77
营业利润	3.71	4.93	2.65	-1.92
营业外收支净额	0.50	0.72	0.98	3.28

**附件 3 魏桥纺织股份有限公司主要财务指标（续表 2）**

单位：万元

年份	2014年6月 (未经审计)	2013年	2012年	2011年
<b>占营业收入比 (%)</b>				
利润总额	4.21	5.65	3.62	1.36
净利润	2.91	3.84	2.62	1.28
归属于母公司的净利润	2.93	3.85	2.63	1.32
<b>现金流类</b>				
经营活动产生的现金流量净额	118,108	201,637	504,895	-99,296
投资活动产生的现金流量净额	1,424	15,410	86,597	130,770
筹资活动产生的现金流量净额	-181,341	74,584	-59,357	-64,310
<b>财务指标</b>				
EBIT	62,085	147,636	126,271	82,360
EBITDA	-	281,687	263,907	221,020
总有息债务	903,119	1,042,643	906,638	910,327
毛利率 (%)	12.29	12.51	11.37	6.26
营业利润率 (%)	3.71	4.93	2.65	-1.92
总资产报酬率 (%)	2.19	4.87	4.45	2.82
净资产收益率 (%)	1.30	3.89	3.06	1.57
资产负债率 (%)	43.13	46.88	44.86	47.87
债务资本比率 (%)	35.92	39.30	36.69	37.40
长期资产适合率 (%)	185.81	180.43	144.94	124.73
流动比率 (倍)	2.82	2.43	1.81	1.44
速动比率 (倍)	1.77	1.54	1.07	0.33
保守速动比率 (倍)	1.69	1.44	0.98	0.29
存货周转天数 (天)	178.10	154.33	175.71	163.68
应收账款周转天数 (天)	11.87	12.31	9.01	8.93
经营性净现金流/流动负债 (%)	18.25	26.80	59.68	-12.27
经营性净现金流/总负债 (%)	8.94	14.97	37.79	-7.50
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	3.70	3.64	8.43	-1.74
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.94	2.66	2.11	1.45
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	5.08	4.41	3.88
现金比率 (%)	169.27	143.60	98.42	28.79
现金回笼率 (%)	117.22	115.32	115.86	117.49
担保比率 (%)	-	-	-	-

## 附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) =  $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) =  $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) =  $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) =  $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) =  $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) =  $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) =  $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 =  $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 =  $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 =  $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) =  $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数<sup>6</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数<sup>7</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

<sup>6</sup> 半年度取 180 天。

<sup>7</sup> 半年度取 180 天。



21. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

## 附件 5 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

**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，有较高违约风险。

**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。

注：除 **AAA 级**，**CCC 级**（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 大公评级展望定义：

**正面**：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

**稳定**：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

**负面**：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。