



信用等级通知书

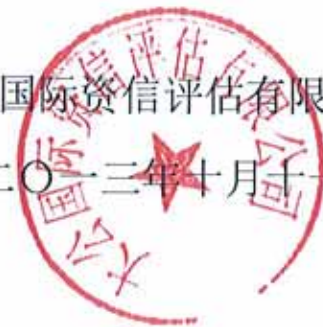
大公报 D【2013】103 号

魏桥纺织股份有限公司：

受贵公司委托，我公司对贵公司拟于 2013 年发行的总额不超过 60 亿元人民币不超过 10 年（含 10 年）期公司债券的信用状况进行了评估，确定其债项信用等级为 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

二〇一三年十月十一日



魏桥纺织股份有限公司 2013 年公司债券信用评级报告

大公报 D【2013】103 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, 首期发行金额不超过 30 亿元
债券期限: 不超过 10 年 (含 10 年)
偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本
发行目的: 偿还银行贷款、补充流动资金

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2013.6	2012	2011	2010
总资产	272.37	283.74	292.32	279.96
所有者权益	157.56	156.44	152.38	155.24
营业收入	79.09	183.13	186.73	205.48
利润总额	4.20	6.64	2.55	22.57
经营性净现金流	-2.47	50.49	-9.93	3.73
资产负债率 (%)	42.15	44.86	47.87	44.55
债务资本比率 (%)	33.40	36.70	37.40	37.66
毛利率 (%)	13.07	11.37	6.26	15.67
总资产报酬率 (%)	2.51	4.45	2.82	9.82
净资产收益率 (%)	1.66	3.06	1.57	10.53
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-0.94	8.43	-1.74	0.76
经营性净现金流/总负债 (%)	-2.04	37.79	-7.50	2.97

注: 2013 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: 钱晓玉 薛祯

联系电话: 010-51087768
客服电话: 4008-84-4008
传真: 010-84583355
Email: rating@dagongcredit.com

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, 应收账款周转效率较高等优势; 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;
- 公司应收账款管理较为严格, 一般为款到发货, 应收账款周转效率较高且保持稳定。

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, 2010 年以来, 公司收入和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;
- 2010 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, 同时本次债券发行额度较大, 一定程度上将增加负债规模;
- 2010 年以来, 原材料价格波动较大, 不利于公司成本控制, 同时导致经营性净现金流对债务的保障能力不稳定。

大公国际资信评估有限公司
二〇一三年十月十一日

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期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2013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62.37%；自然人张红霞、张波和张士平分别持股1.48%、1.08%和0.44%（张士平为张红霞与张波的父亲）；其余股份由境外外资股东持有，魏桥集团是公司的第一大股东。

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接头纱、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2013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

公司拟在中国境内公开发行面值总额不超过人民币60亿元的公司债券，分期发行，首期发行额度不超过30亿元，债券发行期限不超过10年（含10年），可以为单一年限品种或多种期限的混合品种。本期债券票面利率由公司联合主承销商根据询价结果协商确定，在债券存续期内固定不变，债券的具体品种、各品种的期限和发行规模由公司和保荐人（主承销商）根据市场情况确定。本期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，采取实名制记账式平价发行，到期日按照面值兑付。本期债券无担保。

募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于改善债务结构、偿还银行贷款及补充流动资金。

宏观经济和政策环境

2013 年上半年全球经济复苏缓慢及国内经济结构调整，导致中国经济增长放缓；预计未来短期内，中国经济存在下行风险

2013 年上半年中国经济实现国内生产总值 248,009 亿元，同比增长 7.6%，其中一季度和二季度分别同比增长 7.7%和 7.5%，增幅连续两个季度回落。分产业看，第一产业增加值 18,622 亿元，同比增长 3.0%；第二产业增加值 117,037 亿元，同比增长 7.6%；第三产业增加值 112,350 亿元，同比增长 8.3%；单位 GDP 能耗较上年同期下降 3.4%。

上半年，固定资产投资(不含农户)181,318 亿元，同比增长 20.1%，增速比一季度回落 0.8 个百分点，比上年同期回落 0.3 个百分点，为 10 年来最低增速，增速回落主要受制造业投资下降影响；基础设施投资 27,262 亿元，同比增长 25.3%；房地产开发投资 36,828 亿元，同比增长 20.3%，增速比一季度加快 0.1 个百分点，比上年同期加快 3.7 个百分点；社会消费品零售总额 110,764 亿元，同比名义增长 12.7%，增速比一季度加快 0.3 个百分点，比上年同期回落 1.7 个百分点；出口 10,528 亿美元，增长 10.4%，回落 8.0 个百分点。国际方面，全球经济复苏仍存在一定不确定性。美国实体经济继续保持温和复苏态势，欧元区债务危机仍没有完全解决。

面对全球宏观经济形势的不确定性，中国政府除继续维持积极财政和稳健货币政策外，更加注重政策在稳增长与调结构两方面的平衡性。上半年中国公共财政收入同比增长 7.5%，地方财政收入同比增长 13.5%，各地方政府力图通过增加投资的方式稳定经济增长。6 月末，广义货币(M2)余额 105.45 万亿元，同比增长 14.0%，增速比上月末回落 1.8 个百分点，比上年末加快 0.2 个百分点；2013 年上半年社会总融资 10.15 万亿元，比上年同期多 2.38 万亿元；2013 年上半年服务业对国民经济的贡献率为 44.6%，比上年同期增长 2.7%。

预计未来短期内，去杠杆化、结构性改革仍将延续，中国经济存在下行风险，通过改革释放民营经济活力将为稳增长和调结构注入新的动力。

行业及区域经济环境

纺织行业是我国国民经济传统产业，但 2011 年以来受外部经济不利冲击以及生产成本上升的影响，行业利润水平大幅下降；纺织产业政策有利于维持行业平稳发展，加强现代化纺织企业的领先地位

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。2007~2011年，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。截至2012年末，规模以上纺织企业中私营企业占比达到75%左右，在数量上占有绝对优势。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。

我国纺织行业的持续增长主要依托于国内外市场的需求，但2011年以来，全球性的需求萎缩导致了我国纺织企业受到产能过剩、运营资金收紧及成本控制能力减弱等不利因素的冲击，行业景气度持续下滑。2012年，规模以上纺织企业工业增加值同比增长10.5%，增速同比下降0.2个百分点；行业利润总额2,943亿元，增速同比回落18.0个百分点；亏损企业数同比增加29.6%，较同期全国工业高7.3个百分点，亏损总额同比增长47.0%¹。2013年上半年，我国棉纺织行业经济运行总体平稳，规模以上企业经济指标总体良好。1~5月，规模以上企业主营业务收入同比增长15.5%，利润总额同比增长21.2%，出口交货值同比增长12.0%，亏损额同比下降20.2%²。大型企业在拥有一定进口棉配额的情况下，仍能保有一定的利润，表现出了一定的抗风险能力，而多数小企业由于竞争力被削弱，亏损较为严重，停产、限产进一步加剧。1~5月，大型企业开工率在85%~90%，中型企业开工率约为65%，而小企业开工率只有30%左右³。

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。2010年下半年开始，棉花价格波动较大，为了保护棉农利益，国家发布临时收储政策，2012年收储价格为20,400元/吨，受此影响国内棉价比国际棉价每吨高出4,000~5,000元左右。2013年上半年国际棉花价格有所上涨，但国内外棉花价差仍然较大，6月末328级棉花国内外价格差约为4,500元/吨。为了刺激储备棉的消化，2013年国家首次实施棉花进口配额与储备棉购买量挂钩的政策，储备棉购买量和发放的滑准税配额按照3:1发放，一定程度上扩大了配额受益面，但是由于一些企业无法在短时间内集中大量资金参与竞拍，加之储备等级与用棉需求的差异和出库流程等问题，使得成交量及放储进度缓慢。根据中储棉信息中心的统计数据，截至2013年7月31日，2013~2014年度全国累计投放储备棉372万吨，总成交率为24.68%，累计成交价格为19,123元/吨，国储棉剩余库存约为700万吨。同时，根据国家发展与改革委员会发出的《关于启动2013年度棉花临时收储的通知》，2013年9月9日已启动

¹ 数据来源：2013年2月7日，工业和信息化部发布的《2012年我国纺织工业运行形势分析》。

² 数据来源：中华人民共和国国家统计局网站。

³ 数据来源：中国棉纺织行业协会网站。



2013年棉花临时收储，收储价为20,400元/吨。

用棉成本差异削弱了国内棉制纺织品和服装等出口商品的国际竞争力，部分订单将流向东南亚地区，加之劳动力成本上升，使得我国纺织行业的比较优势逐步弱化，净出口量同比增幅有所减少。根据中国海关的统计数据，2013年上半年我国棉纱线进口平均单价为20,460元/吨，出口平均单价为30,380元/吨。在棉纺织品主要进出口市场方面，1~6月，对欧盟出口增长11.6%，进口则下降3.3%；对美国出口下降2.4%，进口则增加148.8%；对日本出口下降11.2%，进口下降12.0%；对东盟出口增加25.1%，进口增长50.2%。

国家宏观调控政策对纺织行业的影响较大，相继出台了一系列针对纺织行业的产业政策，涉及产业发展规划、节能减排、淘汰落后产能、兼并重组、结构调整及产业升级等多个方面。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，引导纺织企业按照《产业结构调整指导目录（2011年本）》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专项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。同时，为了应对日益激烈的贸易竞争，国家积极促进国内外棉价接轨等政策均构成对纺织行业的利好支持，预计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。

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。2012年，山东省实现地区生产总值50,013.24亿元，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。山东省实施山东半岛蓝色经济区、黄河三角洲高效生态经济区、胶东半岛高端产业聚集区、省会城市群经济圈、鲁南经济带等重点区域发展战略，为省内制造业创造了良好的发展机遇。

山东省是我国黄河流域的产棉省份之一，2012年，棉花种植面积1,020万亩，棉花总产量69.8万吨，占全国总量的10.20%。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，具备化纤、棉（毛）纺织、色织、印染、服装及纺织机械等门类齐全完整工业体系。虽然省内同类企业数量较多，但是由于纺织行业细分子行业和产品种类繁多，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。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；2010~2012年受纺织行业需求下降、棉花价格波动影响，公司收入水平逐年下降，毛利润波动较大；2013年上半年，公司低成本用棉优势和国内煤炭价格走低均有利于盈利水平的提高

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，织造业务占公司收入的比例较大，但纺纱对毛利润的贡献度较大，主要是由于纺纱工序简单且能够较快传递棉花价格波动影响所致；公司棉布生产周期较长，在行业需求低迷及产品价格持续下跌的情况下，棉布的盈利空间逐步收窄。

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¹，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。

2010~2012年，公司营业收入逐年下降。2011年，营业收入同比减少9.12%，纺织业务收入同比减少14.77%，主要是行业需求低迷，销量下降所致，但由于对外售电相应增加，热电业务收入同比增长26.75%。2012年，纺织行业景气度有所回升，纺织业务收入同比略有增长，但营业收入同比仍有所减少。

2010~2012年，公司综合毛利率波动较大。2011年，综合毛利率为6.27%，同比下降9.41个百分点，其中纺织业务毛利率为5.75%，同比下降10.65个百分点，原因是纺织行业需求低迷造成纺织品价格下跌。2012年，纺织行业需求有所恢复，棉花价格因国家收储政策支持较为稳定，公司纺织业务毛利润同比增加67.73%，综合毛利率同比上升5.10个百分点。此外，由于2012年煤炭采购价格下降，热电业务毛利率上升，一定程度上提升了公司综合毛利率。

2013年1~6月，公司实现营业收入79.09亿元，毛利润为10.34亿元，毛利率为13.07%。2013年上半年，公司棉纱销量及其占比同比减少，对公司1~6月收入产生一定影响，原因一是2012年同期公司加大消化高成本的棉纱库存，使得棉纱的收入水平较高；二是公司根据市场需求调整了产品结构，增加了坯布和牛仔布的销售。随着公司对高成本库存产成品的逐步消化，加工贸易进口棉配额的低成本用棉优势有所显现，以及国内煤炭价格同比下降均形成对公司综合毛利率

¹ 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。



的利好因素。

表1 2010~2012年及2013年1~6月公司营业收入及盈利构成情况(单位:亿元、%)

项目	2013年1~6月		2012年		2011年		2010年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	79.09	100.00	183.13	100.00	186.73	100.00	205.48	100.00
纺织	67.21	84.98	154.05	84.12	152.96	81.92	179.44	87.33
其中: 纺纱	24.05	30.41	69.63	38.02	62.82	33.64	80.91	39.38
织造	43.16	54.57	84.42	46.10	90.14	48.28	98.53	47.95
热电	11.55	14.60	28.32	15.46	32.27	17.28	25.46	12.39
其他 ⁵	0.33	0.42	0.76	0.42	1.50	0.80	0.58	0.28
毛利润合计	10.34	100.00	20.82	100.00	11.70	100.00	32.21	100.00
纺织	7.14	69.04	14.76	70.89	8.80	75.21	29.43	91.37
其中: 纺纱	2.84	27.49	6.75	32.42	7.47	63.82	17.29	53.68
织造	4.30	41.55	8.01	38.47	1.33	11.37	12.14	37.69
热电	3.07	29.71	5.52	26.51	2.49	21.28	2.57	7.98
其他	0.13	1.25	0.54	2.59	0.41	3.50	0.21	0.65
综合毛利率		13.07		11.37		6.27		15.67
纺织		10.62		9.58		5.75		16.40
其中: 纺纱		11.82		9.69		11.89		21.37
织造		9.95		9.49		1.48		12.32
热电		26.58		19.49		7.72		10.09
其他		39.27		71.05		27.15		36.21

数据来源: 根据公司提供的资料整理

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, 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, “魏桥”牌产品享有较高的市场知名度; 公司拥有自备热电厂, 能源保障能力和成本控制力较强, 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⁶, “魏桥”牌产品是中国名牌产品、国家免检产品, 所产棉纱全部达到2001年乌斯特公报5%~25%的水平, 出

⁵ 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。

⁶ 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。



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 2010~2012 年及 2013 年 1~6 月公司电力和蒸汽能源的使用情况

项目	2013 年 1~6 月	2012 年	2011 年	2010 年
发电量（亿千瓦时）	38.14	85.56	99.45	88.23
自用电量（亿千瓦时）	14.44	27.33	34.98	38.92
产汽量（万吨）	133.04	356.89	517.03	482.60
自用汽量（万吨）	57.70	145.12	190.18	205.46

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 2012 年末，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。2010~2012 年及 2013 年 1~6 月，公司自发电成本维持在 0.30 元/千瓦时~0.44 元/千瓦时，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 50%，具有明显的成本优势。2010 年以来，由于纺织行业景气度下降，公司自用电量逐步减少，电量自用比例分别为 44.11%、35.17%和 31.94%；公司自用汽量保持稳定，自用比例保持在 40%左右。2013 年 1~6 月，公司发电量为 38.14 亿千瓦时、蒸汽产量为 133.04 万吨，由于在 2012 年下半年处置滨州热电资产使得装机容量同比减少，因此整体发电和产汽规模有所下降；电量和蒸汽自用比例分别为 37.86%和 43.37%，电量的自用比例同比有所提高。

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，拥有数额较大的加工贸易用棉配额，有利于灵活采购原材料从而减轻棉花价格波动影响；2011 年以来，国内外棉花价格差距较大使公司面临一定用棉成本压力

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，其中每年加工贸易进口配额约为 30 万吨，约占全国加工贸易配额量的三分之一。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。



表3 2010~2012年及2013年1~6月公司棉花采购情况(单位:万吨、万元/吨)

项目	2013年1~6月	2012年	2011年	2010年
总采购量	31.59	42.41	68.23	77.77
其中:国际采购	12.52	33.77	31.93	31.05
国内采购	19.07	8.64	36.30	46.72
平均价格	1.57	1.42	1.99	1.58

数据来源:根据公司提供资料整理

棉花作为大宗货物其价格波动对公司生产运营和成本控制带来一定压力。2011年以来,由于国家实施棉花收储政策,国内棉花价格高于国际价格,基于灵活的采购和排产制度,公司及时调整采购量,减少国内高价棉的采购量,2012年棉花采购平均价格比国家收储价格低6,000元/吨左右。根据中储棉花信息中心的统计数据,2012~2013年度中国储备棉管理总公司已累计收购临时储备棉花650.64万吨,约为2011~2012年度收储量的2倍,已经接近国家统计局公布的全年国内棉花产量684万吨。2013年,公司国内采购将通过竞拍储备棉获得,2013年1~6月,公司共计竞拍取得17.55万吨放储棉,平均价格为16,449.55元/吨;使用加工贸易进口配额7.92万吨、滑准税配额2万吨。

综上所述,在国内外棉花价格未实现接轨的情况下,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,但由于产品属于初级加工品,对下游需求和原材料价格较为敏感,2011年以来盈利能力出现波动

在纺纱业务方面,公司拥有约660万锭,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2013年6月末,公司棉纱产能为76.50万吨/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"比例已提前达到《纺织工业"十二五"发展纲要》¹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2013年6月末,公司坯布产能15.10亿米/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

¹ "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。

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，2010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，因此公司纺织业务对国际市场波动也较为敏感，同时棉纱和棉布在纺织工业中属于前端基础性产品，对原材料价格波动较为敏感。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，其他全部为款到交货，因此销售回款效率较高。

表4 2010~2012年及2013年1~6月公司纺织产品产销量及平均价格情况

项目		2013年1~6月	2012年	2011年	2010年
纱线	产能(万吨/年)	76.50	76.59	88.53	88.10
	实际产量(万吨)	23.77	45.00	61.81	71.97
	销量(万吨)	9.68	27.97	18.74	31.76
	平均价格(万元/吨)	2.48	2.49	3.35	2.55
	销售收入(亿元)	24.05	69.63	62.82	80.91
坯布	产能(亿米/年)	15.10	16.08	16.82	16.55
	实际产量(亿米)	4.91	10.45	11.65	13.07
	销量(亿米)	5.33	10.42	10.13	12.80
	平均价格(万元/米)	7.13	7.36	8.08	6.87
	销售收入(亿元)	37.96	76.74	81.88	87.99
牛仔布	产能(亿米/年)	1.48	1.36	1.34	1.18
	实际产量(亿米)	0.36	0.89	1.02	1.02
	销量(亿米)	0.46	0.62	0.56	0.99
	平均价格(万元/米)	11.29	12.39	14.75	10.65
	销售收入(亿元)	5.20	7.68	8.26	10.54

数据来源：根据公司提供资料整理

2011年，受纺织行业需求大幅下降影响，公司纺纱业务销量同比下降40.99%，销售收入同比减少22.36%，毛利率为11.89%，同比下降9.48个百分点，但由于纱线传递棉花价格较快，所以当年平均售价超过3万元/吨；同期，织造业务收入同比下降8.52%，毛利率为1.48%，同比下降10.84个百分点，其中坯布和牛仔布销量同比分别下降20.86%和43.43%，坯布由于品种多、客户分散，故销量下降幅度小于牛仔布。但是牛仔布用棉多为边角料，毛利率水平较高，2011年为12.33%，比坯布(0.38%)高出11.95个百分点。

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。

2012年，在公司主动调整产品结构、缩减产量的情况下，纱线产销率达到2010年以来的最好水平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%，上升为8.89%。

2013年1~6月，公司纱线产量为23.77万吨，同比增长15.28%，由于库存纱线已逐步消化，当期相应增加纱线产量；坯布产量为4.91亿米，较去年同期基本持平；牛仔布产量为0.36亿米，同比下降14.29%，主要是公司迎合市场需求增加了高档牛仔布的生产。由于2013年上半年，棉花价格稳定在收储价附近，公司深加工产品的用棉成本优势有所显现，相应调低了销售价格，促进了坯布和牛仔布的销售，两者产销率分别达到108.43%和127.25%，其中牛仔布产销率同比约上升50个百分点。

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，2012年三季度以来，在节日订单和服装换季等周期性恢复的刺激下，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2013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的污水处理厂处理，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。

公司发电成本中煤炭成本占80%左右，电煤价格波动为公司发电成

本控制带来一定压力。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。2010~2012年，公司煤炭采购量分别为614.80万吨、606.38万吨和467.37万吨；采购金额分别为36.61亿元、39.54亿元和26.97亿元，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。

2011年，公司为了减缓纺织行业经济环境不利冲击、增加发电机组的运行效率，适当提高了产量和外售比例。2012年以来，由于公司处置了滨州热电资产，装机规模和热电产量均有所减少。随着纺织行业需求有所恢复，公司产量回升，热电产品外售比例有所减少。

表5 2010~2012年及2013年1~6月公司热电产品产销量及平均价格情况

项目		2013年1~6月	2012年	2011年	2010年
电力	发电量(亿千瓦时)	38.14	85.56	99.45	88.23
	销量(亿千瓦时)	23.70	58.23	64.47	49.31
	外售比例(%)	62.14	68.06	64.83	55.89
	平均价格(元/千瓦时)	0.44	0.44	0.44	0.44
	销售收入(亿元)	10.54	25.55	28.07	21.88
蒸汽	产汽量(万吨)	133.04	356.89	517.03	482.60
	销量(万吨)	75.35	211.77	326.85	277.14
	外售比例(%)	56.63	59.34	63.22	57.43
	平均价格(元/吨)	132.92	130.93	128.47	129.47
	销售收入(亿元)	1.00	2.77	4.20	3.59

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，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，而所剩余蒸汽全部销售给第三方。

表6 2010~2012年及2013年1~6月公司电力产品对外销售构成情况(单位:亿千瓦时、亿元)

项目	2013年1~6月		2012年		2011年		2010年	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
对外售电	23.70	10.54	58.23	25.55	64.47	28.07	49.31	21.88
其中：魏桥集团	21.67	9.26	44.07	18.83	33.56	14.36	22.69	9.69
第三方	2.03	1.28	14.16	6.72	30.91	13.71	26.62	12.19

数据来源：根据公司提供的资料整理

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，但公司发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2013年6月末，公司注册资本为119,438.90万元，其中魏桥集团持股62.37%；自然人张红霞、张波和张士平分别持股1.48%、1.08%和0.44%（张士平为张红霞与张波的父亲）；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。公司将健全销售奖惩机制，通过积极开拓新兴市场，改变过度依赖传统市场的格局，努力消化库存；也将通过技术创新、改造，优化操作流程，进一步降低万锭用工水平；加强采购管理，建立采购计划与生产管理的联动机制，建立物资需求“先利库、后采购”的常态机制，有效盘活资产；依托享有加工贸易棉花进口配额优势，最大限度地摊低原材料成本；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。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，公司的抗风险能力较强。

财务分析

公司提供了 2010~2012 年及 2013 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 2010~2012 年财务报表进行了审计，并分别出具了标准无保留意见的审计报告。2013 年 1~6 月财务报表未经审计。

资产质量

2011 年以来，公司资产规模持续降低，非流动资产占总资产比重逐年下降；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

2010~2012 年末及 2013 年 6 月末，公司总资产结构显著变动，由以非流动资产为主变为以流动资产为主，其一由于 2011 年纺织行业需求下滑，公司库存大幅增加，导致流动资产同比增长 21.12 亿元；其二是 2010 年以来公司生产规模趋于稳定，较少购建固定资产的同时每年计提折旧数额较大，导致非流动资产减少。截至 2013 年 6 月末，公司非流动资产占比低于 50%。

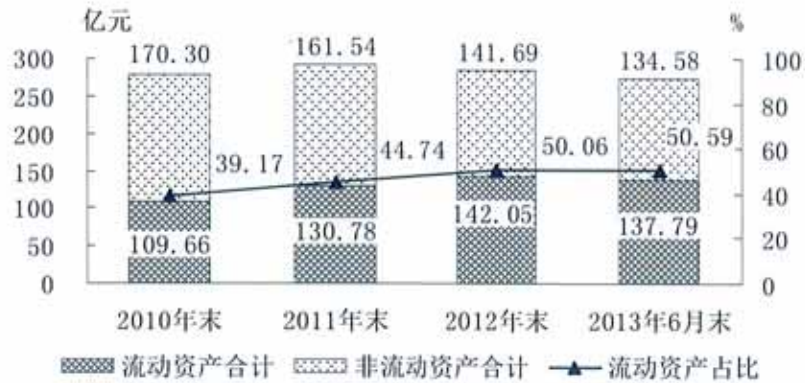


图 1 2010~2012 年末及 2013 年 6 月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由存货和货币资金构成，2010~2012 年末，两项合计占流动资产的比例在 90%以上。公司存货主要为半成品和产成品，由于 2011 年纺织行业需求下滑，导致公司存货和货币资金出现波动。2011 年末，存货为 100.45 亿元，同比增加 71.09%，其中存货跌价准备 5.97 亿元；同期货币资金为 26.15 亿元，同比减少 37.36%。2012 年三季度以来纺织行业季节性恢复，公司订单量增加，库存相应减少。2012 年末，存货同比减少 42.27%，其中存货跌价准备 4.20 亿元；同期货币资金为 77.14 亿元，同比增加 195.02%，其中银行存款占比为 96.82%，受限货币资金为信用证保证金，占比为 3.16%。



其他流动资产中主要是应收账款，2010~2012年末在流动资产中占比分别为5.17%、2.75%和3.92%，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，其余均为款到发货，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不超过2%。

2013年6月末，公司流动资产为137.79亿元，较2012年末减少3.00%，变化幅度较小，其中可供出售金融资产^a为10.30亿元，较2012年末增长100.00%，主要是公司购买的银行理财产品。

公司非流动资产主要为固定资产，2010~2012年末，固定资产占非流动资产比重始终在94%以上。2012年末，固定资产为136.46亿元（其中30.95亿元属于受限资产用于抵押取得银行借款），同比减少11.89%，主要是公司计提折旧13.71亿元所致。

公司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减少；无形资产主要是土地使用权和非专利技术，2012年末为1.91亿元，其中存在0.48亿元的受限土地使用权用于抵押取得银行借款；递延所得税资产暂时性差异主要为资产减值准备，2011年由于公司备存棉花价格较高而大幅计提存货跌价准备，导致递延所得税资产同比增加154.63%。2013年6月末，公司非流动资产为134.58亿元，较2012年末减少5.01%。

2010~2012年及2013年1~6月，公司存货周转天数分别为89.88天、163.68天、175.71天和167.64天；应收账款周转天数分别为13.06天、8.93天、9.01天和11.22天，随着公司库存逐步消化，2013年上半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。

综上所述，公司生产规模处于稳定期，非流动资产规模将保持稳定；2011年以来受行业经济影响，库存出现大幅波动，但应收账款周转效率较高且保持稳定。

资本结构

公司债务规模有所波动，但债务结构较均衡；资产负债率处于较好水平，但有息债务占比较高，同时本次债券发行额度较大，一定程度上将增加负债规模

2010~2012年末及2013年6月末，公司总负债以流动负债为主，流动负债占比保持在55%以上，2010年以来总负债规模有所波动，主要是由于公司主要原材料棉花和煤炭属于大宗商品，价格波动性较强，造成应付材料款大幅波动。

^a 根据公司提供的2013年1~6月财务报表，可供出售金融资产计入流动资产科目。

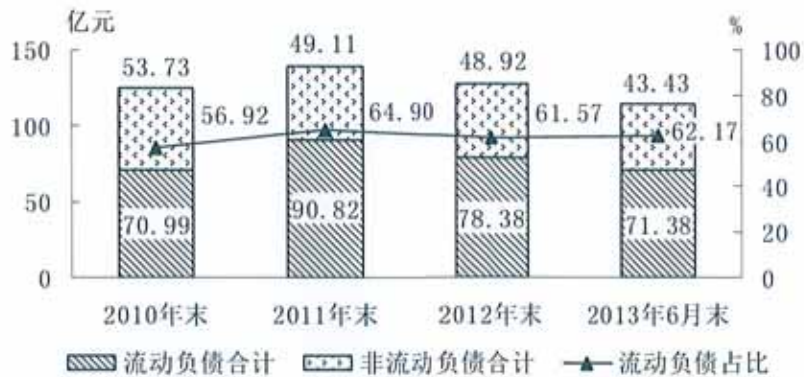


图2 2010~2012年末及2013年6月末公司负债构成情况

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、应付职工薪酬、应交税费、一年内到期的非流动负债等构成。2010~2012年末，短期借款逐年增长，在流动负债中占比分别为37.12%、37.74%和52.10%。2012年末，短期借款为40.83亿元，同比增加19.13%，其中信用借款占比为48.60%。2010~2012年末，应付账款主要为应付材料款，占流动负债比重分别为20.22%、37.68%和22.75%。受原材料价格波动影响，2011年末应付账款为34.23亿元，同比增加19.87亿元；2012年末为17.83亿元，其中账龄超过1年的应付款为0.26亿元，其余均在6个月内清偿。

2012年末，公司应付职工薪酬为6.87亿元，同比变动较小；应交税费为5.44亿元，同比增加3.19亿元；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3.78亿元，同比减少6.36亿元，其中抵押借款为1.38亿元。

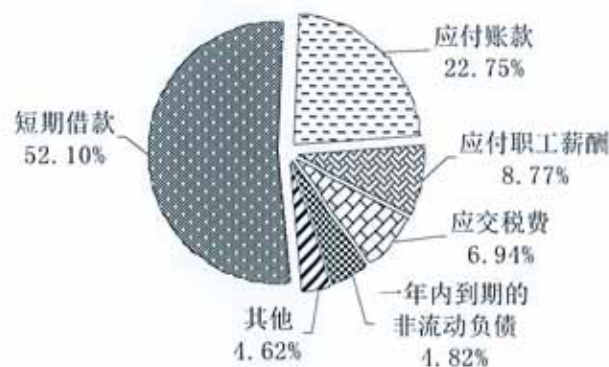


图3 2012年末公司流动负债构成情况

2013年6月末，公司流动负债为71.38亿元，较2012年末减少6.99亿元，其中短期借款35.17亿元，较2012年末减少5.66亿元，主要是公司集中归还了部分借款。

公司非流动负债主要由长期借款和递延收益构成，两项合计占非流动负债比例超过 97%。2012 年末，长期借款为 46.05 亿元，其中抵押借款占比为 92.83%；递延收益主要为政府补助，2012 年末，同比增加 0.42 亿元，主要是政府给予公司研发及排污补助所致。2013 年 6 月末，公司非流动负债为 43.43 亿元，较 2012 年末减少 5.49 亿元，主要是公司偿付了部分借款所致。

2010~2012 年末及 2013 年 6 月末，公司总有息债务规模有所减少，但占总负债比重亦有所降低，其中长、短期有息债务比例相当。

表 7 2010~2012 年末及 2013 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	2013 年 6 月末		2012 年末		2011 年末		2010 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期有息债务	38.57	33.59	44.61	35.04	44.41	31.74	41.90	33.60
长期有息债务	40.46	35.24	46.05	36.17	46.62	33.32	51.87	41.59
总有息债务	79.03	68.83	90.66	71.21	91.03	65.06	93.77	75.19
总负债	114.81	100.00	127.30	100.00	139.93	100.00	124.71	100.00

截至 2013 年 6 月末，从未来 5 年内公司有息债务到期情况看，1 年内到期的有息债务占比较大，以短期借款为主，由于在 2013 年第二季度存在 23.55 亿元的到期借款，公司还款压力较为集中。

表 8 截至 2013 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	合计
金额	38.57	22.95	17.51	79.03
占比	48.80	29.04	22.16	100.00

截至 2013 年 6 月末，公司无对外担保事项。

2010~2012 年末及 2013 年 6 月末，公司未分配利润分别为 62.91 亿元、59.71 亿元、63.25 亿元和 64.43 亿元；所有者权益分别为 155.24 亿元、152.38 亿元、156.44 亿元和 157.56 亿元，2011 年受纺织行业需求下滑影响，公司经营况况下滑造成未分配利润和所有者权益波动。

2010~2012 年末及 2013 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，公司速动比率有所上升。

表 9 2010~2012 年末及 2013 年 6 月末公司财务比率指标（单位：%、倍）

指标	2013 年 6 月末	2012 年末	2011 年末	2010 年末
资产负债率	42.15	44.86	47.87	44.55
债务资本比率	33.40	36.70	37.40	37.66
长期资产适合率	149.34	144.94	124.73	122.71
流动比率	1.93	1.81	1.44	1.54
速动比率	0.95	1.07	0.33	0.72



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，同时本次债券发行额度较大，一定程度上将抬高负债规模，但总体上公司资产对负债的保障程度较好。

盈利能力

由于纺织行业需求下滑，公司收入逐年降低，盈利水平明显波动，但随着2012年三季度纺织行业季节性恢复，公司盈利水平有所回升

2010~2012年，受纺织行业不景气影响，公司营业收入逐年下降，利润总额和毛利率出现大幅波动，2011年利润总额同比下降88.72%，毛利率同比下降9.41个百分点，主要是纺织行业需求锐减，产品销售价格下降幅度大于棉花价格下降幅度所致。2012年，随着纺织行业需求季节性恢复，公司盈利水平有所回升但仍显著低于2010年水平。

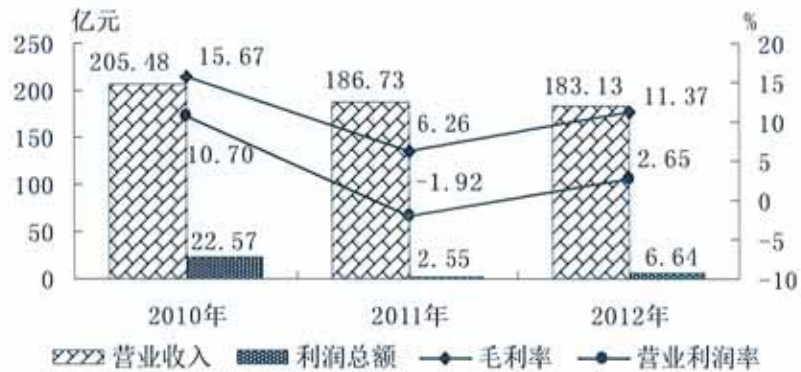


图4 2010~2012年公司收入和盈利情况

在费用控制方面，2010~2012年，公司各项期间费用之和占营业收入的比重为4.64%、4.93%和6.07%，其中财务费用占比较大，分别为2.26%、2.72%和3.57%。公司各项期间费用控制较为稳定。

2010~2012年，公司总资产报酬率和净资产收益率均有明显波动，2011年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别下降7.00个百分点和8.96个百分点，主要是纺织行业需求大幅度下滑，公司利润总额大幅下降所致。2012年，公司总资产报酬率和净资产收益率有所回升。

表10 2010~2012年公司部分财务指标 (单位: %)

指标	2012年	2011年	2010年
总资产报酬率	4.45	2.82	9.82
净资产收益率	3.06	1.57	10.53

2013年1~6月，公司营业收入为79.09亿元，期间费用为5.19亿元，利润总额为4.20亿元，净利润为2.62亿元；总资产报酬率和净资产收益率分别为2.51%和1.66%。

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

2010~2012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

2010~2012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。2010~2012年，公司现金回笼率分别为116.69%、117.49%和115.86%。

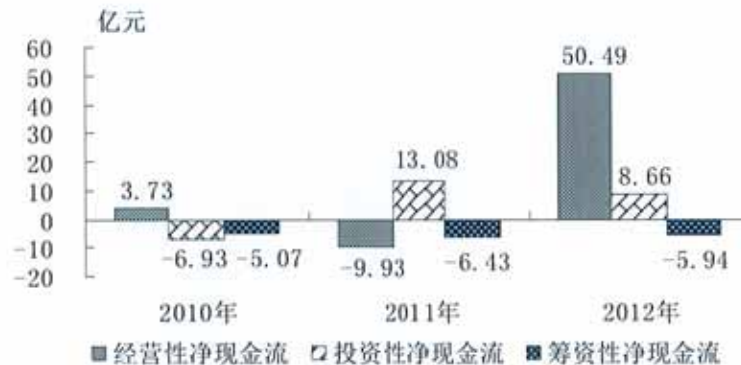


图5 2010~2012年公司现金流情况

2010~2012年，公司投资性净现金流波动较大，主要由于公司逐步减少固定资产的购建规模和根据资金需求调整存款数额和期限所致；公司筹资性现金流保持净流出，主要是偿还到期借款所致。

2010~2012年，由于公司经营性净现金流大幅波动，造成经营性净现金流对债务和利息的保障能力不稳定；EBIT和EBITDA对利息保障倍数均出现波动，主要是受下游需求疲软影响利润总额波动所致。

表11 2010~2012年及2013年1~6月公司债务及利息的覆盖水平(单位: %、倍)

指标	2013年1~6月	2012年	2011年	2010年
经营性净现金流/流动负债	-3.30	59.68	-12.27	5.02
经营性净现金流/总负债	-2.04	37.79	-7.50	2.97
经营性净现金流利息保障倍数	-0.94	8.43	-1.74	0.76
EBIT利息保障倍数	2.59	2.11	1.45	5.58
EBITDA利息保障倍数	-	4.41	3.88	8.26

2013年1~6月，公司经营性净现金流为-2.47亿元；投资性净现金流为-9.45亿元；筹资性净现金流为-15.29亿元。

综上所述，2010~2012年，公司受行业不景气影响，经营性净现



金流对债务和利息的保障能力出现大幅波动。但 2012 年纺织行业季节性需求回暖，公司凭借自身的采购优势，合理安排棉花采购，同时积极开拓国内市场，有效地消化库存，经营性净现金流同比大幅增长。

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。2010~2012 年，公司利润总额和净利润大幅波动，对偿债能力产生一定负面影响。2011 年，由于全球经济形势低迷，纺织行业需求下降，原材料棉花价格大幅波动，削弱了公司出口产品的竞争力，利润总额和净利润同比大幅下降，降幅分别为 88.72% 和 85.37%。2012 年，随着纺织行业景气度回升，公司经营状况出现好转，但盈利水平仍低于历史水平。

从资产构成看，2013 年 6 月末，公司货币资金为 48.20 亿元，90% 以上为银行存款，受限货币资金较少；存货为 70.06 亿元，主要为库存商品和棉花，受行业需求波动影响公司存货存在一定跌价风险。从债务规模看，公司资产负债率低于 45%，但有息债务占总负债比重较高，同时本次债券发行额度较大，一定程度上将抬高负债规模。从现金流看，公司经营性净现金流大幅波动造成经营性净现金流对债务和利息的保障能力不稳定。

综合来看，由于公司产品处于行业产业链前端，盈利能力和偿债能力将长期受到外部经济影响，但另一方面公司行业领先地位较为突出，凭借自身生产优势，积极调整产品结构和市场结构，经营状况恢复时滞较短，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。截至 2013 年 6 月末，公司银行综合授信额度为 213.03 亿元，已使用额度为 103.28 亿元，未使用额度为 109.76 亿元，有效保证了资金流的持续性，对公司偿债来源形成了有益补充，因此公司具有一定的债务保障能力。

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 2013 年 9 月 24 日，公司未曾发生信贷违约事件；截至本报告出具日，公司未曾在债券市场发行过债务融资工具。

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。从长期来看，由于纺织品的使用特性，未来将保持一定的刚性需求，公司虽然短期内受到不利冲击，经营状况出现波动，但作为国内产能最大的纺织企业，行业领先地位较为突出。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险很小。

预计未来1~2年，随着公司向中高端产品领域发展，收入和利润将有望保持稳定，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：大公将在债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后一个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：不定期跟踪自本评级报告出具之日起进行。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。

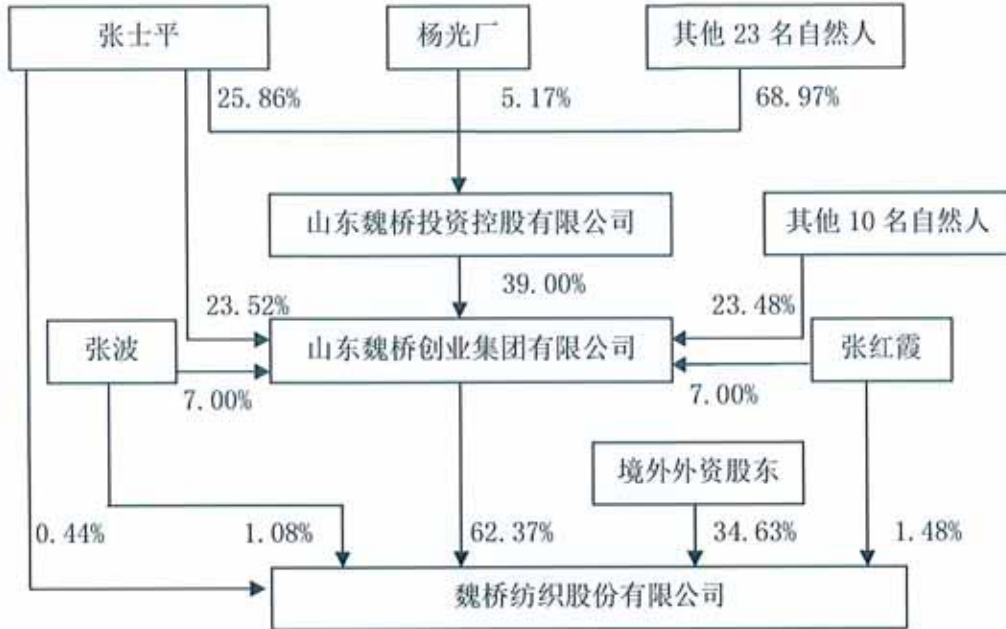
2) 跟踪评级程序安排

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。

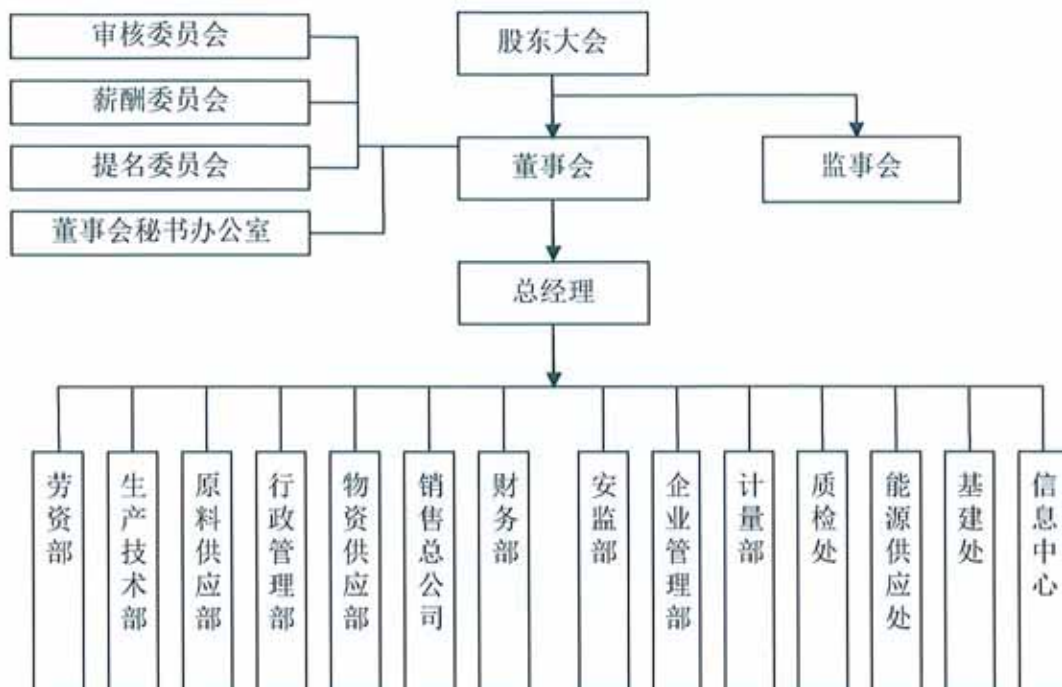
3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 截至 2013 年 6 月末魏桥纺织股份有限公司股权结构图⁹



⁹ 截至 2013 年 6 月末，自然人张士平登记持有魏桥投资 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 2013 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	2013年6月 (未经审计)	2012年	2011年	2010年
资产类				
货币资金	482,017	771,366	261,458	417,410
应收账款	42,891	55,679	35,966	56,713
存货	700,574	579,952	1,004,518	587,111
流动资产合计	1,377,907	1,420,514	1,307,781	1,096,561
固定资产	1,296,277	1,364,572	1,548,637	1,610,690
无形资产	18,912	19,147	20,217	20,819
非流动资产合计	1,345,811	1,416,853	1,615,369	1,703,001
总资产	2,723,718	2,837,367	2,923,150	2,799,562
占资产总额比 (%)				
货币资金	17.70	27.19	8.94	14.91
应收账款	1.57	1.96	1.23	2.03
存货	25.72	20.44	34.36	20.97
流动资产合计	50.59	50.06	44.74	39.17
固定资产	47.59	48.09	52.98	57.53
无形资产	0.69	0.67	0.69	0.74
非流动资产合计	49.41	49.94	55.26	60.83
负债类				
短期借款	351,700	408,324	342,743	263,499
应付账款	177,014	178,310	342,251	143,565
预收款项	10,509	15,847	8,988	17,532
其他应付款	15,086	14,340	16,716	18,954
应付职工薪酬	72,644	68,706	69,954	76,913
应交税费	47,407	54,361	22,498	30,647
一年内到期的非流动负债	33,979	37,768	101,402	97,530
流动负债合计	713,817	783,759	908,222	709,852
长期借款	404,645	460,545	466,182	518,666
递延收益	29,212	28,237	24,049	17,566
非流动负债合计	434,281	489,220	491,097	537,270
负债合计	1,148,098	1,272,979	1,399,319	1,247,121
占负债总额比 (%)				
短期借款	30.63	32.08	24.49	21.13
应付账款	15.42	14.01	24.46	11.51
预收款项	0.92	1.24	0.64	1.41
其他应付款	1.31	1.13	1.19	1.52

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	2013 年 6 月 (未经审计)	2012 年	2011 年	2010 年
占负债总额比 (%)				
应付职工薪酬	6.33	5.40	5.00	6.17
应交税费	4.13	4.27	1.61	2.46
一年内到期的非流动负债	2.96	2.97	7.25	7.82
流动负债合计	62.17	61.57	64.90	56.92
长期借款	35.24	36.18	33.31	41.59
递延收益	2.54	2.22	1.72	1.41
非流动负债合计	37.83	38.43	35.10	43.08
权益类				
实收资本（股本）	119,439	119,439	119,439	119,439
资本公积	667,338	667,338	667,338	667,338
盈余公积	136,344	136,344	130,651	126,348
未分配利润	644,250	632,525	597,125	629,136
归属于母公司所有者权益	1,567,371	1,555,646	1,514,553	1,542,261
所有者权益合计	1,575,620	1,564,387	1,523,831	1,552,441
损益类				
营业收入	790,852	1,831,325	1,867,346	2,054,847
营业成本	687,459	1,623,109	1,750,371	1,732,767
销售费用	10,266	20,621	18,042	28,730
管理费用	14,096	25,240	23,065	20,233
财务费用	27,581	65,371	50,867	46,382
资产减值损失	11,936	30,747	51,700	-236
营业利润	36,888	48,476	-35,795	219,766
营业外收支净额	5,116	17,898	61,251	5,964
利润总额	42,004	66,374	25,455	225,730
净利润	26,227	47,899	23,932	163,536
归属于母公司所有者的净利润	26,607	48,188	24,558	162,738
占营业收入比 (%)				
营业成本	86.93	88.63	93.74	84.33
销售费用	1.30	1.13	0.97	1.40
管理费用	1.78	1.38	1.24	0.98
财务费用	3.49	3.57	2.72	2.26
资产减值损失	1.51	1.68	2.77	-0.01
营业利润	4.66	2.65	-1.92	10.70
营业外收支净额	0.65	0.98	3.28	0.29

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	2013 年 6 月 (未经审计)	2012 年	2011 年	2010 年
占营业收入比 (%)				
利润总额	5.31	3.62	1.36	10.99
净利润	3.32	2.62	1.28	7.96
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-24,745	504,895	-99,296	37,265
投资活动产生的现金流量净额	-94,455	86,597	130,770	-69,277
筹资活动产生的现金流量净额	-152,859	-59,357	-64,310	-50,712
财务指标				
EBIT	68,401	126,271	82,360	275,033
EBITDA ¹⁰	-	263,907	221,060	407,038
总有息债务	790,324	906,638	910,327	937,694
毛利率 (%)	13.07	11.37	6.26	15.67
营业利润率 (%)	4.66	2.65	-1.92	10.70
总资产报酬率 (%)	2.51	4.45	2.82	9.82
净资产收益率 (%)	1.66	3.06	1.57	10.53
资产负债率 (%)	42.15	44.86	47.87	44.55
债务资本比率 (%)	33.40	36.70	37.40	37.66
长期资产适合率 (%)	149.34	144.94	124.73	122.71
流动比率 (倍)	1.93	1.81	1.44	1.54
速动比率 (倍)	0.95	1.07	0.33	0.72
保守速动比率 (倍)	0.82	0.98	0.29	0.59
存货周转天数 (天)	167.64	175.71	163.68	89.88
应收账款周转天数 (天)	11.22	9.01	8.93	13.06
经营性净现金流/流动负债 (%)	-3.30	59.68	-12.27	5.02
经营性净现金流/总负债 (%)	-2.04	37.79	-7.50	2.97
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-0.94	8.43	-1.74	0.76
EBIT 利息保障倍数 (倍)	2.59	2.11	1.45	5.58
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	5.14	4.41	3.88	8.26
现金比率 (%)	81.96	98.42	28.79	58.80
现金回笼率 (%)	116.55	115.86	117.49	116.69

¹⁰ 2010 年和 2011 年 EBITDA 分别包括投资性房地产折旧 2,118,643 元和 398,908 元；公司未提供 2013 年 6 月现金流量表补充资料。

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¹¹ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数¹² = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

¹¹ 半年取 180 天。

¹² 半年取 180 天。



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。