

# 信用等级公告

联合[2016]1030号

百隆东方股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对百隆东方股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

**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”**

**百隆东方股份有限公司拟公开发行的 2016 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

信评委主任

二零一六年八月十五日

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>

# 百隆东方股份有限公司

## 2016 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：本次不超过 26 亿元（含 26 亿元），  
本期基础发行规模 10 亿元，超额配售不超过 6 亿元（含 6 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：2016 年 8 月 15 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 6 月
资产总额（亿元）	88.91	102.01	111.05	104.36
所有者权益（亿元）	62.16	65.37	67.24	68.74
长期债务（亿元）	1.00	0.00	2.92	2.98
全部债务（亿元）	18.85	29.12	34.70	28.21
营业收入（亿元）	42.73	46.21	50.16	26.20
净利润（亿元）	5.08	4.74	3.24	3.00
EBITDA（亿元）	7.61	7.93	6.98	--
经营性净现金流（亿元）	5.86	-1.60	1.14	5.53
营业利润率（%）	18.84	19.36	17.52	19.77
净资产收益率（%）	8.45	7.43	4.89	4.42
资产负债率（%）	30.08	35.92	39.45	34.13
全部债务资本化比率（%）	23.27	30.82	34.04	29.10
流动比率（倍）	2.60	1.83	1.58	1.78
EBITDA 全部债务比（倍）	0.40	0.27	0.20	--
EBITDA 利息倍数（倍）	25.77	15.79	11.25	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.29	0.31	0.27	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.48	0.50	0.44	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数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 年半年度财务报表未经审计，相关财务指标未年化；3、本期发债额度采用 16 亿元计算，其中基础发行额度 10 亿元，超额配售额度 6 亿元。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对百隆东方股份有限公司（以下称“公司”或“百隆东方”）的评级反映了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、技术水平领先、债务负担较轻、税收优势明显等竞争优势。同时，联合评级也关注到进口棉价格波动、海外经营风险较大、债务结构不合理、人民币对美元汇率波动具有不确定性、对税收优惠具有较强依赖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，随着越南项目新增产能的释放，以及在在建项目的陆续完成，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逐步发挥，公司盈利能力有望提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

### 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. 随着公司越南工厂产能的逐渐释放，公司营业收入逐年扩大，盈利能力不断增强。

4. 公司财务杠杆水平不高，债务负担较轻，未来仍有较大的融资空间。

5. 公司所具备的税收优势较为明显，对净利润的贡献程度较大。

#### 关注

1. 棉花价格变化对公司盈利空间影响较大，目前公司形成了以进口棉采购为主的采购方式，进口棉的价格波动对公司生产成本影响较大。

2. 公司正在积极拓展海外业务，且海外生产基地规模较大，海外经营风险及未来税收优惠政策的变动将对公司产生较大影响。

3. 公司有息债务中短期债务占比较大，债务结构不合理。

4. 受人民币汇率中间价改革影响，人民币汇率的波动加大，对公司生产成本、产品出口以及汇兑损益产生一定影响。

#### 分析师

杨世龙

电 话：010-85172818

邮 箱：yangsl@unitedratings.com.cn

候珍珍

电 话：010-85172818

邮 箱：houzz@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

## 一、主体概况

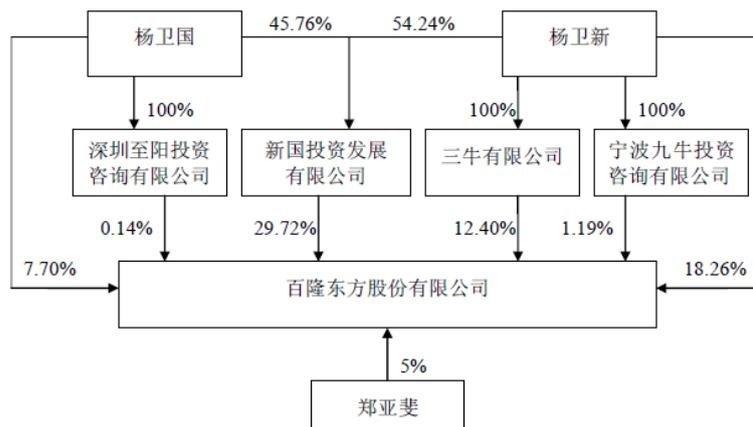
百隆东方股份有限公司（以下简称“公司”或“百隆东方”）前身是成立于 2004 年 4 月的百隆东方有限公司，系经宁波市对外贸易经济合作局批准，由新国投资发展有限公司（以下简称“新国投资”）独资设立，初始注册资本 2,999 万美元。此后历经多次增资、增加股东、股权转让、及 2010 年 9 月改制为股份公司，截至 2010 年 9 月末，公司注册资本增至 6 亿元。

2012 年 6 月，公司发行普通股股票 15,000 万股，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）。2015 年 5 月，经公司 2014 年度股东大会审议通过关于《2014 年度利润分配预案》，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股，实施后公司股本从 75,000 万股增加至 150,000 万股，上述分配方案已于 2015 年 6 月 30 日全部实施完毕。

2015 年 9 月，公司控股股东新国投资及公司股东、实际控制人之一杨卫国与郑亚斐签署《股权转让协议》，新国投资以协议转让方式向郑亚斐转让其所持有公司股份 3,779.98 万股（占公司总股本 2.52%）；杨卫国以协议转让方式向郑亚斐转让其所持有公司股份 3,720.02 万股（占公司总股本 2.48%）。本次新国投资及杨卫国以协议方式合计向郑亚斐转让 7,500 万股（占公司总股本 5.00%）。本次受让方郑亚斐系杨卫国配偶，亦为杨卫国一致行动人。

截至 2016 年 6 月末，公司总股本为 150,000 万股，其中新国投资持股 29.72%，杨卫新持股 18.26%，杨卫国持股 7.70%（详见图 1）。杨卫新、杨卫国兄弟二人系公司实际控制人，直接或间接持有公司合计 69.41% 的股权。其中，杨卫新、杨卫国直接持有公司 25.96% 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 29.72% 股权；同时，杨卫新通过全资持有的三牛有限公司、宁波九牛投资咨询有限公司间接持有公司 13.59% 股权。杨卫国通过全资持有的深圳至阳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，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。公司控股股东为新国投资，实际控制人为杨卫新和杨卫国兄弟。

图 1 截至 2016 年 6 月末公司实际控制人与控制关系图



资料来源：公司提供

公司经营范围：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）目前，公司主要从事色纺纱的研发、生产及销售。

截至 2016 年 6 月末，公司本部设有办公室、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；拥有 18 家全资子公司；在职员工 18,871 人。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 111.05 亿元，负债合计 43.81 亿元，所有者权益（无少数股东权益）67.24 亿元。2015 年，公司实现营业收入 50.16 亿元，净利润（无少数股东损益）3.24 亿元；经营活动现金流量净额为 1.14 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.05 亿元。

截至 2016 年 6 月末，公司合并资产总额 104.36 亿元，负债合计 35.61 亿元，所有者权益（无少数股东权益）68.74 亿元。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 26.20 亿元，净利润（无少数股东损益）3.00 亿元；经营活动现金流量净额为 5.53 亿元，现金及现金等价物净增加额为-3.05 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。

## 二、本期债券概况及募集资金用途

### 1. 本期债券概况

本次发行规模不超过 26 亿元（含 26 亿元），采用分期发行方式，本期债券名称为“百隆东方股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”，本期债券基础发行规模为 10 亿元，并设有超额配售选择权，超额配售额度不超过 6 亿元（含 6 亿元）。发行人和主承销商将根据网下申购情况，决定是否行使超额配售选择权，即在基础发行规模 10 亿元的基础上，由发行人和主承销商在本期债券基础发行规模上追加不超过 6 亿元（含 6 亿元）的发行额度。

本期债券期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。

本期债券票面利率将由发行人和主承销商根据网下利率询价结果在利率询价区间内协商确定。票面利率在存续期内前 3 年固定不变；在存续期的第 3 年末，如发行人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。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。

本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

本次债券及本期债券无担保。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还银行借款和补充流动资金。

## 三、行业分析

公司主要从事色纺纱的研发、生产和销售，属于纺织行业中的色纺纱行业。

### 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%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%，同比略下降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%，增速高于上年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%，增速高于上年同期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

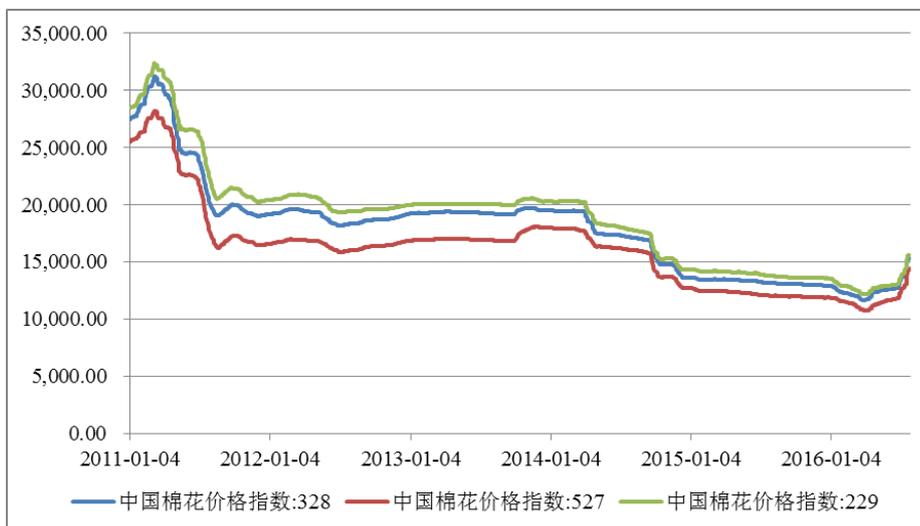
整，我国纺织行业取得了进步，整体已基本克服了需求低迷、成本上涨和内外棉价差大的不利影响。

## 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（单位：元/吨）



数据来源：wind资讯

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）



数据来源：Wind 资讯

随着国家 2011 年颁布了预案，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 年我国纺织业出口却呈现显著复苏迹象，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、快交期”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。在此过程中，无论是全球纺织行业的“龙头”中国，还是我国纺织行业的龙头企业，其运营效率、经营环境和竞争优势都得到了明显的提升。国际市场上，我国纺织行业具有的“价格低廉、产能充足、配套完善”等优势将随着我国产业结构的调整以及国内纺织行业的整合保持下去；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。

## 5. 色纺纱子行业

色纺纱行业是纺织行业中一个重要的子行业。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。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。

色纺纱行业因通过“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，这就对纺织品的设计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，对市场反应迅速”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纱行业，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

季始于年末或年初，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；由于色纺纱行业为劳动密集型行业，春节期间用工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。

总体看，色纺纱相对于传统纱更加环保和低能耗，而且随着人们生活水平的提高以及服装品味的不断提升，对色纺纱的需求也会不断增加。未来色纺纱的在纺织面料中的应用将会越来越广。

## 6. 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 and 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。

2015年6月，中韩两国政府正式签署《中华人民共和国政府和大韩民国政府自由贸易协定》，协定中规定韩国进口纺织品及服装类关税将在一段时间内降为“零”。此协定或可进一步大力推动中国与韩国之间的纺织贸易往来，但是也引起了一部分国内品牌服装企业的担忧，中国服装业或会受到此轮强劲“韩流”的冲击。

2016年4月，《长丝织造产业“十三五”发展指导意见》（以下简称“指导意见”）发布，“指导意见”指出，“十三五”期间长丝产业发展将以差异化、功能化、健康化、时尚化为产品开发主方向，坚持把质量效益、品牌建设、节能减排、绿色发展、两化融合与智能制造有机结合，充分挖掘内需市场潜力、努力拓展国际市场空间，继续保持长丝织造产业在纺织面料中的竞争优势。

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。

## 7. 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。

## 8. 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

#### (1) 生产规模及装备优势

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2016年6月末，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 110.56 万锭/年，生产规模在全国位居前列。2015 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 2015 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。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“2014~2015 年度棉纺竞争力百强企业”榜单中分列第 23 位和第 3 位。

公司以生产高端、精品色纺纱为目标，引进智能化、数字化、自动化的国内外最先进纺纱设备。在进口设备上，公司选用瑞士立达 D45 带自调匀整功能的并条机、印度朗维 1,200 锭带集体落纱的粗细联络筒、采用意大利 POLAR 托盘式络筒机以及日本村田 QPRO 托盘式络筒机，质量控制方面选用瑞士 USTER 棉花检测仪、棉结测试仪、全自动条干仪以及第三代带 PP 功能的电子清纱器等。先进设备的引入实现连续化生产，缩短了纺纱流程，如清梳联、粗细联；用自动化来取代原手工操作，如并条自动换筒、粗细联；用智能化、数字化技术使纺纱过程可控，如清梳联和并条匀整技术的采用，确保半制品质量保持稳定与最佳状态。

### （2）技术优势

公司秉承“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，在国内开创多项色纺纱行业第一：第一家拥有散纤维染色和纤维混色纺纱技术中国发明专利的色纺纱企业；第一家自主推出高端色纺纱品牌，建立完整全球营销网络的色纺纱企业；第一家将专利产品规模化的色纺纱企业；第一家被国家纺织产品开发中心评定为“国家级棉色纺纱开发基地”的色纺纱企业；第一家被授予“中国名牌”产品称号的色纺纱企业；第一家获得 IMO 颁发的 GOTS 全球有机纺织品标准认证的色纺纱企业。

公司的核心产品色纺纱以“先散纤维染色、后混色纺纱”的加工方法，突破了传统纱线单一色彩的缺陷，创新性地研制出独特的混色多彩单纱风格，相对于传统白纱或白布整体染色的工艺，单位产量的能耗和污染物排放明显降低，属于纺织行业中的低碳环保产品。

公司现已建立较为完善的新产品开发与创新机制，同时投资建设了省级色纺纱企业技术中心。技术中心重点关注纱线风格创新、新纤维原料的染色和纺纱性能、纤维原料的绿色染整工艺、流行色彩等方面的研究。公司重视产学研相结合，曾先后与浙江纺织服装技术学院、宁波工程学院、无锡轻工大学等合作进行新产品开发或技术创新，通过利用科研院所具备的人才技术优势以强化企业的自主创新能力。

### （3）品牌优势

公司自创立之初就坚持走品牌路线，经过数十年的经营，公司创立的“BROS”品牌在纺织行业已拥有深厚的影响力。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。2015 年，公司获得授权专利 7 件，其中发明专利 3 件，实用专利 4 件；参与制定并已获得发布行业标准 2 件；发表技术论文 2 篇；在 2015 首届中国生态环保面料设计奖大赛中，百隆设计的“EcoFRESH·循环简条（红）”获得“最佳生态环保技术应用奖”；“彗星来的那一夜”获得 2016 春夏中国流行面料入围优秀奖；同时，持续获得中国纺织工业联合会的“新产品开发贡献大奖”和“可持续纺织产品开发-卓越能效奖”。

总体看，多年来公司专注于色纺纱业务，生产规模大，设备及技术优势明显，具有较强的品

牌影响力，在行业中整体竞争力较强。

## 2. 人员素质

截至 2016 年 6 月末，公司共有董事、监事和高级管理人员共 18 人，其中董事 9 人、监事 3 人、高级管理人员 6 人，公司拥有核心技术人员 2 人，均具有丰富的经营管理经验。

公司董事长杨卫新先生，1961 年 11 月出生，中国香港籍，香港永久性居民，本科学历。1983 年毕业于华东纺织工学院（现更名为“东华大学”），1983 年至 1984 年供职于浙江宁海棉纺厂，1985 至 1986 年供职于深圳华联公司，1987 年至 1992 年供职于深圳原野公司。杨卫新先生于 1993 年成立宁波百隆贸易有限公司并担任法定代表人；现担任公司董事长，并担任多家下属企业重要职务。杨卫新先生同时担任中国棉纺织行业协会副会长，余姚市企业联合会、余姚市企业家协会常务理事，并于 2003 年荣获“宁波市荣誉市民”称号。

公司董事、副总经理潘虹女士，1962 年 3 月出生，中专学历，清华大学 EMBA，会计师；先后供职于宁波市水产供销公司、宁波市第一医院，后担任宁波百隆贸易有限公司副总经理；现为公司董事、副总经理，并担任多家下属企业重要职务。

截至 2016 年 6 月末，公司在职人员共有 18,871 人，从教育程度看，大专及以上学历的占 10.76%，大专以下学历的占 89.24%；从岗位构成看，生产人员占 85.73%，销售人员占 0.77%，技术人员占 2.77%，财务人员占 0.53%，行政人员占 10.20%。

总体看，公司高层管理人员在公司任职多年，且具有丰富的纺织行业管理经验，公司员工构成符合行业特点，公司人员构成基本能够满足公司经营发展需要。

## 3. 税收优惠

(1) 根据宁波市高新技术企业认定管理工作领导小组《关于公布宁波市 2014 年第一批高新技术企业名单的通知》(甬高企认领〔2015〕2 号)，公司通过高新技术企业认定（有效期三年），2014 年起减按 15% 的税率征收企业所得税。

(2) 子公司百隆澳门离岸商业服务有限公司注册于澳门，根据澳门离岸业务法令 8/99/M 号之规定，该公司获许在澳门地区从事离岸服务业务之营运收益豁免所得税，故该公司 2014 年度起免征企业所得税。

(3) 子公司百隆（越南）有限公司注册于越南，根据越南西贡省人民委员会经济管委会 2015 年 8 月 19 日 551/BQLKKT-QLDT 号公文确认满足《关于规定企业所得税法实施细则》的第 218/2013/ND-CP 号决定第 15 条第 1 款 d 点规定，15 年内每年的企业所得税为应税收入的 10%（百分之十），自有应税收入的年份起的 4 年内免收企业所得税，并且在接下来的 9 年内减 50% 的企业所得税。该公司 2012 年新设，2015 年度属于免税期。

总体看，公司的税收优势较为明显，对净利润的贡献程度较大，但同时公司对税收优惠政策具有较强的依赖性，尤其是越南子公司，未来税收政策的变化将对公司的盈利能力产生一定影响。

## 五、管理分析

### 1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》及中国证监会、上海证券交易所的相关要求，不断完善公司

法人治理结构和内部管理及控制制度，设立了股东大会、董事会和监事会，股东大会为公司的权力机构，董事会是股东大会的执行机构，监事会为监督机构，高管层负责公司的日常经营与管理工作。公司完善了三会和经营层相互制衡的管理体制；确保所有股东能够充分行使自己的权利。

公司董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1 人，独立董事 3 人。董事会职权包括：召集股东大会并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案等；拟订公司重大收购、分立、解散及变更方案等。

公司监事会由 3 名监事组成，设监事会主席 1 人、职工代表监事 1 人。监事会职权包括：对董事会的工作进行监督，对不称职的董事、高级管理人员提出罢免建议；向股东大会提出提案等。

公司高管层包括总经理、副总经理、财务总监及董事会秘书等 6 人。公司设总经理 1 人，由董事会聘任或解聘，主持公司日常的经营管理工作，组织实施董事会决议、年度经营计划和投资方案等，高管层工作对董事会负责。

总体看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

## 2. 管理体系

公司本部设有办公室、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；拥有 18 家全资子公司。为保障公司的正常经营和持续发展，公司制定了较为完备的管理制度。

投资管理方面，公司严格按照全面预算管理要求规范和管理重大投资行为，按照《公司章程》和《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》及《重大经营与投资决策管理制度》等规定明确对外投资审批权限及业务流程，并严格执行项目负责人问责机制。

在质量管理方面，公司作为中国纺织行业标准《FZ/T12014-2006 针织用棉色纺纱》起草工作的参与者，对产品质量的管理要求严格。生产管理方面，自 2009 年以来，公司逐步采用 ISO9001:2008 标准，引进国际先进的乌斯特质量监控系统设备。同时，公司还通过运用质量日报分析、工序质量控制及开展班组 QC 自主改善活动等措施，帮助公司产品质量实现持续改良。工艺技术管理方面，公司通过确立标准化的制造技术推动工艺优化，通过组织实施新工艺、新技术、新材料的研发、应用、专题攻关等实现持续改进，确保工艺技术的先进性和适用性。质量损失控制方面，公司技术品质部每月组织实施质量成本分析，根据分析结果提出改进意见并形成书面报告，以帮助相关职能部门制定相应的改进措施，降低质量损失并实现生产成本最小化。

在内部审计方面，公司为强化内部控制，建立了系统的审计制度和规程，在制度框架下，明确对公司及其所属单位项目投资活动、预算控制及资产状况等审计流程。

对子公司管理方面，集团本部向下属子公司派驻总经理和财务总监，负责子公司经营管理工作。同时子公司定期向集团上报子公司月报表，重大投资事项由集团董事会决议。下属子公司的原材料采购和产品销售统一由集团本部负责，各类资金的流向均由集团监督控制。

总体看，公司各项管理制度较为完备，能够保障公司当前发展阶段的生产经营活动和持续发展。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司主要从事色纺纱的研发、生产和销售，近几年，公司通过不断的技术创新、设备升级，大幅降低了主营业务的生产成本，并且投入大量资金进行新产品的研发，保持了自己在国内乃至国际市场上的竞争力。2013~2015年，分别实现营业收入42.73亿元、46.20亿元和50.16亿元，营业收入呈持续上升趋势，年均复合上升10.70%，主要系公司近三年销售规模不断扩大所致。

从收入构成看，色纺纱销售为公司的主要收入来源（如下表所示）。2013~2015年，公司色纺纱业务收入分别为39.14亿元、44.44亿元和47.96亿元，色纺纱业务收入呈逐年上升趋势，带动营业收入的上升幅度也逐年加快，色纺纱业务在营业收入的占比分别为91.59%、96.18%和95.61%。

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，2013~2015年分别实现营业收入3.59亿元、1.76亿元和2.20亿元，呈波动下降趋势，主要系公司在新疆地区收购棉花需要长距离运输至内地，造成时间及运输成本进一步提高，同时新疆地区棉花种植机械化程度偏低以及国内“用工难”问题日益凸显，造成劳动力成本逐年上升，使得新疆棉花资源与规模优势无法体现，难以与国际大农场棉花种植的规模效应相抗衡，在新疆设立棉花收购基地的成本优势已逐渐丧失，为此公司调整产业布局，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。

表1 2013~2015年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

分产品	2013年			2014年			2015年		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
色纺纱	39.14	91.59	19.66	44.44	96.18	20.25	47.96	95.61	18.90
其他	3.59	8.41	18.76	1.76	3.82	10.97	2.20	4.39	4.12
合计	<b>42.73</b>	<b>100.00</b>	<b>19.58</b>	<b>46.20</b>	<b>100.00</b>	<b>19.90</b>	<b>50.16</b>	<b>100.00</b>	<b>18.25</b>

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2013~2015年公司营业收入综合毛利率分别为19.58%、19.90%和18.25%，整体呈波动下降趋势。其中，2013~2015年色纺纱销售毛利率分别为19.66%、20.25%和18.90%，色纺纱销售毛利率随棉花价格波动有所变化；公司其他收入毛利率分别为18.76%、10.97%和4.12%，下滑幅度较大，主要是受棉花市场行情影响明显，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。

2016年1~6月，公司实现营业收入26.20亿元，较上年同期增长4.97%，公司营业收入保持稳定增长；公司综合毛利率达到20.16%，较上年同期小幅下降0.70个百分点。

总体看，公司综合毛利率水平受棉花价格影响，整体呈波动下降趋势，但同时公司在色纺纱业务方面扩展迅速，公司海外工厂规模不断扩大，带动公司收入规模不断扩大。

### 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，原材料在2015年生产成本中占70.78%。

棉花是公司最重要的原材料采购物资，综合考虑生产需求、棉花价格、库存等因素，公司采购部负责棉花的采购，近年来公司棉花采购方式有所变化，2013年以前，公司在新疆设立六家子公司，负责棉花收购及初加工，但由于在新疆地区收购棉花需要长距离运输至内地，造成时间及

运输成本进一步提高，同时新疆地区棉花种植机械化程度偏低以及国内“用工难”问题日益凸显，造成劳动力成本逐年上升，使得新疆棉花资源与规模优势无法体现，难以与国际大农场棉花种植的规模效应相抗衡，在新疆设立棉花收购基地的成本优势已逐渐丧失。因此，公司在 2013 年完成下辖六家新疆子公司股权转让工作，目前公司不再自有棉花收购基地，全部生产所需棉花将通过国储棉拍卖、市场采购和进口完成。如下表所示，公司 2013 年和 2014 年公司棉花采购量分别是 11.79 万吨和 15.70 万吨，2015 年大幅上升到 27.32 万吨。2015 年公司大量采购进口棉花，由 2014 年的 7.30 万吨增长到 20.52 万吨，主要系进口棉价格下降所致。2016 年 1~6 月公司棉花采购量为 6.62 万吨，仅为 2015 年全年棉花采购量的 24.24%，2016 年 1~6 月棉花采购量较低，主要系原定于 3 月的国储棉轮出一再延期，且定价方案较以往有较大变化，导致市场棉价快速上升，同时公司棉花库存较多，能够满足公司生产需求，因此公司在 2016 年上半年较少采购棉花。

近年来，公司业务开始向国外布局，同时出于运输成本和劳动力成本攀升及内外棉花采购价差等因素考量，公司出售自有棉花收购及初加工基地。如下表所示，2015 年棉花采购量 27.32 万吨，采购规模进一步上升，采购模式以国储棉和进口棉采购为主；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 17,330 元/吨下降至 2015 年的 11,557 元/吨，国内外棉价差缩小，国储棉价格仅比进口棉价格高 961 元/吨。2015 年，由于国储棉与进口棉的采购价格均大幅下跌，且越南子公司产能扩大，使得公司加大对进口棉的采购力度，公司进口棉采购量大幅增加。2016 年 1~6 月，公司国储棉采购价格为 10,374 元/吨，且采购量较小；进口棉采购价格小幅回升到 10,950 元/吨。

表 2 2013~2016 年 6 月公司主要原材料棉花的采购情况（单位：吨、元/吨）

名称	采购量				采购均价				
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月	
棉花	国储棉	53,741	70,597	1,385	615	17,330	15,520	11,557	10,374
	进口棉	63,680	73,021	205,228	41,467	13,436	14,792	10,596	10,950
	其他	486	13,392	66,596	24,137	31,154	14,531	12,050	11,170
	合计	117,907	157,011	273,209	66,219	--	--	--	--

资料来源：公司提供

由于棉花采购方式的变化，2013~2015 年公司棉花供应商的集中度呈波动下降趋势。2014 年前五位供应商采购金额占棉花采购总额的 68.78%，金额为 16.10 亿元，采购集中度较高；2015 年采购集中度下降到 35.09%，金额为 10.96 亿元。公司 2013 年至 2014 年国内棉花采购大部分通过国储棉拍卖形式采购（只有零星由其他供应商供应），即公司在 2013 年、2014 年从第一大供应商采购的棉花实际是国储棉拍卖，导致 2013 年、2014 年前五大供应商的采购金额占全部采购金额的比例较高。2016 年 1~6 月，公司棉花的供应商的集中度为 37.05%，集中度较 2015 年略有上升。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。

表 3 2013~2016 年 6 月公司前五大供应商采购金额与占采购额的比例（单位：亿元、%）

供应商	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~6 月	
	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比
第一名	9.51	40.60	12.50	53.40	3.61	11.55	0.85	10.29
第二名	0.80	3.41	1.01	4.30	2.55	8.18	0.65	7.89
第三名	0.51	2.16	0.98	4.20	1.73	5.54	0.59	7.14
第四名	0.50	2.12	0.87	3.70	1.55	4.96	0.59	7.08

第五名	0.44	1.87	0.74	3.17	1.52	4.86	0.38	4.65
<b>合计</b>	<b>11.76</b>	<b>50.16</b>	<b>16.10</b>	<b>68.78</b>	<b>10.96</b>	<b>35.09</b>	<b>3.06</b>	<b>37.05</b>

资料来源：公司提供

总体看，虽然近年来受政策影响，国储棉价格下降较快，但公司对进口棉的采购力度逐渐加大，尤其在越南子公司投产之后，公司目前形成了以采购进口棉为主的采购形式，进口棉价格的波动将会对公司产品的成本产生较大影响。

### 3. 产品生产

公司的业务主要为生产色纺纱产品，并且生产模式以自制生产为主、外协加工为辅。公司在山东、浙江、河北和江苏等地设有专门的生产基地，同时公司也会安排外协单位进行委托加工，并且对外协单位按历年公司总体销售情况来调整控制。公司生产的色纺纱产品按照原料质地可分为全棉系列和混纺系列，按照成品颜色可分为麻灰系列和彩色系列，目前全棉系列和麻灰系列占公司色纺纱销售收入的比重较高。公司的核心产品色纺纱以“先散纤维染色、后混色纺纱”的加工方法，突破了传统纱线单一色彩的缺陷，创新性地研制出独特的混色多彩单纱风格，产品具有较高的技术含量和加工附加值。更重要的是，色纺纱的生产只需对部分白纤维进行染色，相对于传统白纱或白布整体染色的工艺，单位产量的能耗和污染物排放明显降低，属于纺织行业中的低碳环保产品。

公司现已建立较为完善的新产品开发与创新机制，这有助于公司准确把握市场需求，不断推出符合市场流行趋势的新产品。公司投资建设的省级色纺纱企业技术中心当前重点关注于纱线风格创新、新纤维原料的染色和纺纱性能、纤维原料的绿色染整工艺、流行色彩等方面的研究。

公司通过总结多年的生产管理经验，公司存货生产模式已基本形成，即淡季期间通过大批量的生产往年销量较高的常规产品以扩大库存规模，旺季期间则根据客户订单进行产品生产，必要时辅以库存产品。多年来公司通过对产品产销数据的整理和分析，结合海内外营销部门的实地考察数据和长期品牌客户的发展规划，提前制定各款产品的生产及销售计划。同时公司利用自身生产及销售渠道优势，合理分配生产订单和物流资源，从而充分保证存货管理的科学合理。此外，公司分布于全国各地的采购、生产、销售和配送的一条龙管道为货物的及时部署和消化提供了强有力的支持。

截至 2016 年 6 月末，公司在山东、宁波、河北、江苏和越南共设有 8 个生产基地，如下表所示，合计占地面积 254.75 万平方米，总产能合计 110.56 万锭。截至 2016 年 6 月末，越南生产基地总产能已达到 40 万锭，占到公司总产能的 35% 以上，据越南工贸部预测，《跨太平洋伙伴关系协定》TPP 将促进越南纺织业增长 20% 左右，随着 TPP 的签署，将会对越南子公司带来有利发展环境。

表 4 截至 2016 年 6 月末公司生产基地情况（单位：平方米、万锭）

序号	生产基地	投产时间	占地面积	产品	产能
1	山东曹县	2001 年	362,859.00	色纺纱	16.51
2	宁波余姚	2002 年	100,264.00	色纺纱	11.02
3	河北南宫	2005 年	110,738.00	色纺纱	3.36
4	宁波镇海	2007 年	245,301.00	色纺纱	8.40
5	淮安百隆	2008 年	150,251.00	色纺纱	8.25
6	山东邹城	2013 年	200,003.00	色纺纱	7.70
7	淮安新国	2013 年	364,397.90	色纺纱	15.32

8	越南	2014年	1,013,681.50	色纺纱	40.00
合计			<b>2,547,495.40</b>	--	<b>110.56</b>

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。2013~2015年，公司色纺纱产量逐年上升，分别为11.10万吨、13.43万吨和15.63万吨，产量主要是受下游客户需求影响所致，如下表所示。2016年1~6月，公司产量达到7.87万吨，为2015年全年产量的50.31%，公司在2016年上半年产销量基本保持稳定。

表5 2013~2016年6月公司色纺纱产能产量情况

产品	项目	2013年	2014年	2015年	2016年1~6月
色纺纱	自有产能（万锭）	64.00	102.86	110.86	110.56
	总产量（吨）	111,031.90	134,327.07	156,339.40	78,655.15
	其中：自有产量	87,735.61	124,500.03	150,473.24	76,819.08
	外协加工产量	23,296.29	9,827.04	5,866.16	1,836.07
	产能利用率（%）	91.39	82.29	97.49	92.64

注：自有产能每万锭年产量按1,500吨计，产能利用率按自有产能计算。

在质量控制方面，公司是我国纺织行业标准《FZ/T12014-2006 针织用棉色纺纱》起草工作的参与者，并严格实施该质量标准，且公司自2009年以来逐步采用ISO9001:2008标准，引进国际先进的乌斯特质量监控系统设备。公司在生产过程中的每个环节严格把关，并且各个环节均有质量检测标准，确保产品的生产质量。

在环境保护方面，公司投放大量资金用于环保厂房建设，厂区排污系统严格按照：“雨污分流、清污分流、分质处理、一水多用”的原则进行设计改造。位于浙江宁波的染色厂建造的污水处理系统和废水深度处理系统，保证了污水处理达标排放，提高了工业废水综合利用率，并获得了ISO14001:2004环境管理体系认证。公司新建山东百隆、淮安百隆两个项目，以及越南新建项目设备投资采用了行业最为先进的技术特点：高自动化、高信息化、高效率化。设备装置的技术升级、以及对新能源的应用，促使生态保护和节能减排落到实处。2013年，公司与陶氏消费品及工业解决方案事业部于上海陶氏中心签署ECO FRESH YARN™色纺纱技术项目的合作协议。专家团队发现陶氏的Eco FAST TMCR-2000助剂在特定的配方体系当中可以变革旧有的印染工艺，让纺织或服装生产厂家先制成风格面料或成衣然后再灵活印染，而且印染的效率也得到了明显的改善。这一新型的解决方案意味着服装和其他纺织品生产者可以更灵活快速地对消费者需求做出反应，为众多高级服装的生产厂家提供更高效快捷、更节能环保、更具市场价值的染整解决方案。

总体看，近年来公司产能规模扩大迅速，产品产量逐年升高，尤其是公司在越南子公司扩展迅速，已成为公司目前最大的生产基地，但同时公司海外经营风险随之加大。

#### 4. 产品销售

公司实施营销的主要方式包括：通过参加国内外行业展会，进行品牌推广及宣传；通过拜访推介会等方式推介公司产品，挖掘新的客户资源；对现有品牌运营商客户定期拜访，获取市场信息并推介公司新产品；针对重点客户召开开发组、采购组、质量保证组的产品推介会；与品牌运营商建立合作开发关系等。

公司色纺纱产品主要销往品牌运营商或品牌运营商旗下的成衣厂及其他面料织造厂商，销售区域主要分布在中国大陆、欧美、亚洲、非洲等地区。国内销售主要采取直营模式，国外销售则

采取国外直营和部分代理模式相结合。

**国内直营模式：**经过多年布局，公司在下游客户较集中的深圳、佛山、上海、宁波、青岛等地分别设立华南、华东、华北区域销售中心，直接面向服装厂、织造厂、毛衫厂在内的所有客户进行销售。公司建立了客户信用评价制度，不同客户账期不同，大客户较多的是采用月结 30 天或发货后 60 天的结算方式，同时公司也有较大比重的先付款后发货的订单，所以综合来看公司应收账款的周转天数在 30 天以内。公司通过对重点优质客户及常规客户分别给予不同的信用条件，有效地保证公司订单的稳定增长和货款安全。

**国外代理模式：**由于各外销国家的情况不同，公司针对不同类型的客户分别采用不同的销售策略，对于有多年合作经历的代理商仍保持原合作关系，由其负责一定范围的市场开拓和运作，按实际销量支付代理费。结算方式采用信用证和 T/T 两种模式，根据国家不同，回款周期会有所不同，最长回款时间为 6 个月。

从公司产品销售量来看，公司产品主要为色纺纱，2013~2015 年公司产品销量逐年增加，2013 年为 10.22 万吨，2014 年销售量达到 12.40 万吨，到 2015 年销量达到 14.72 万吨，与 2014 年相比升高 18.66%，主要是由于越南子公司产能的释放，使得海外销售增加所致；2016 年 1~6 月，公司产品销量为 8.01 万吨。从销售区域看，近年来国内销售占主导地位，近三年国内销售额占比分别为 62.12%、62.24%和 58.48%，整体呈波动下降的趋势，主要是由于公司目前正在扩大越南生产与销售基地所致。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，2013~2015 年呈下降趋势，但下降速度低于棉花均价下降速度，如下表所示；2016 年 1~6 月，公司国内销售额占比为 56.93%，国内产品销售比例持续下降。

表 6 2013~2016 年 6 月公司产品销售情况

销售情况	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
产品销量 (吨)	102,154.82	124,018.50	147,158.64	80,072.06
销售均价 (元/吨)	38,314.06	35,834.94	32,591.04	31,198.70
销售收入 (万元)	391,396.62	444,419.60	479,605.30	249,814.38
国内销售额 (万元)	243,121.68	276,615.05	280,467.50	142,219.94
出口额 (万元)	148,274.94	167,804.55	199,137.80	107,594.44
国内销售额占比 (%)	62.12	62.24	58.48	56.93
出口额占比 (%)	37.88	37.76	41.52	43.07

资料来源：公司提供

由于公司在越南当地和国内积极拓展销售，产品销售量在逐年上升，同时公司产量也在不断扩大，尤其是越南子公司产能扩大后，其常规库存备货量也必然上升，导致 2015 年公司色纺纱库存较 2014 年增加 25.27%，达到 4.55 万吨，如下表所示。由于公司在 2016 年上半年色纺纱产品销售量较多，导致色纺纱库存有所下降。

表 7 2013~2016 年 6 月公司色纺纱生产与销售情况 (单位：吨)

产品	项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
色纺纱	销售量	102,154.82	124,018.50	147,158.64	80,072.06
	生产量	111,031.90	134,327.07	156,339.40	78,655.15
	库存量	26,029.08	36,337.65	45,518.41	44,101.50

资料来源：公司提供

公司客户较分散，2013~2015 年前五位客户销售额占总销售收入分别为 22.37%、23.23%和

20.24%，公司整体对客户依赖度不高，如下表所示，前五大客户销售的产品皆为色纺纱。2016年1~6月，公司前五大客户销售额占公司总销售收入比例为23.08%，客户集中度有所上升，但仍处于较低水平。

表8 2013~2016年6月公司前五大客户销售收入与占公司营业收入的比例（单位：亿元、%）

客户	2013年		2014年		2015年		2016年1-6月		销售产品
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比	
第一名	4.58	10.71	4.96	10.74	3.99	7.95	1.99	7.61	色纺纱
第二名	1.70	3.99	1.95	4.21	2.15	4.29	1.96	7.49	色纺纱
第三名	1.27	2.96	1.46	3.17	1.41	2.80	0.77	2.93	色纺纱
第四名	1.23	2.88	1.31	2.84	1.39	2.77	0.74	2.83	色纺纱
第五名	0.78	1.83	1.05	2.27	1.22	2.43	0.58	2.22	色纺纱
合计	<b>9.56</b>	<b>22.37</b>	<b>10.73</b>	<b>23.23</b>	<b>10.16</b>	<b>20.24</b>	<b>6.05</b>	<b>23.08</b>	--

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司销售规模不断扩大，公司产品销售主要以国内销售为主，但公司海外销售量不断增大，公司客户较为分散，集中度不高，客户依赖风险低。

#### 5. 经营效率

2015年总资产周转次数为0.47次，近三年基本维持不变；公司应收账款周转次数由2013年的11.88次增长到2015年的12.39次，应收账款周转次数不断提高；由于产能扩大，使得存货周转次数由2013年的1.74次下降到2015年的1.36次；与同业上市公司比较，公司应收账款周转率与总资产周转率位于行业较高水平，存货周转率处于行业中等水平。

总体看，公司经营效率有所提高，受产能大幅扩大影响，存货周转次数有所下降，经营效率整体处于行业较好水平。

表9 2015年纺织行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

企业简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
华茂股份	11.19	4.38	0.25
联发股份	6.83	4.10	0.61
黑牡丹	1.02	0.38	0.19
新野纺织	4.94	1.67	0.36
华孚色纺	9.70	2.31	0.75
<b>百隆东方</b>	<b>13.84</b>	<b>1.36</b>	<b>0.47</b>

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。

#### 6. 重要投资

2012年以来，受到劳动力成本迅速上升以及海内外棉花采购价差持续存在等内外部综合因素的影响，国内棉纺行业及大中型棉纺企业的国际竞争力及盈利能力均面临较大的压力，并且公司为充分利用中国-东盟自贸区，以及越南即将加入TPP的有利契机。公司经过前期考察及审慎论证，2012年下半年公司进一步确立了“走出去”的经营发展战略，迅速扩大海外投资的规模。2012年12月，公司在越南地区注册设立了百隆（越南）有限公司（以下简称“越南百隆”），越南百隆一期总投资9,800万美元；2014年1月，公司对越南百隆二期追加总投资15,000万美元。2015

年4月，公司对越南百隆增加注册资金5,000万美元，追加总投资5,200万美元。公司越南项目所需资金主要来源于公司投入的自有资金和子公司百隆澳门离岸商业服务有限公司所持资金。截至2016年6月末，越南项目仍需投资26,000.00万元，主要进行色纺纱产品的生产，产能已达到40万锭，产能约占公司全部总产能的35%以上。

表10 截至2016年6月末公司在建工程情况

项目名称	项目合规性	项目总投资 (万元)	自有资金 比例	截至2016年6月末仍 需投资(万元)
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	44,200.00	100.00%	26,000.00
合计		<b>44,200.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>26,000.00</b>

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目投资规模较大，考虑到公司营业收入规模和经营活动现金流入量较大，在建项目后续资金需求压力不大。

## 7. 经营关注

### (1) 原材料价格波动

2014年，国内棉花实行直补政策，由于直补政策的具体实施效果仍不确定，国储棉、进口配额等政策对于国内棉价也将产生直接影响；但国内外棉花价差依然存在，国内棉花市场总体形势更趋复杂。棉花及下游产品价格持续处于下行区间，也增加了纺织企业的经营风险。

### (2) 汇率影响

近年来，国家对人民币汇率机制调整后，人民币处于持续升值的态势。但2015年8月11日，央行宣布人民币汇率中间价改革后，人民币对美元在两天内贬值约3%，人民币汇率变动走向不确定性加强。公司生产原材料棉花部分为从国际市场采购、纺织产品部分以直接或间接方式出口海外，以前年度公司利用境外融资平台配置有较多利率较低的美元外债。因此未来人民币汇率的波动将对公司生产成本、产品出口以及汇兑损益的产生一定影响。

### (3) 海外经营风险

由于公司在越南子公司的生产规模不断扩大，已成为公司目前未来发展的首要目标，子公司所在国的政治与政策上的不确定性对海外子公司的经营产生影响重大，其盈利能力的变化将对公司整体的经营状况产生重要影响，尤其是越南目前给予越南子公司较为优惠的税收政策，使得子公司发展速度较快，越南子公司的盈利能力对税收优惠政策的依赖程度较高。

### (4) 业务板块较为单一

公司主营业务主要是色纺纱，且占比较高。公司经营模式比较单一，外部经济环境与下游需求变化会对公司整体的经营状况产生较大影响，可能会阻碍公司化解因原料上涨所带来的经营压力，从而降低公司的主营业务收入与净利润。

## 8. 未来发展

面对当前纺织业发展的新特点，公司将坚持以“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。在坚持创新发展的前提下，深挖自身潜力，进一步改善产业布局，积极推进产业转型升级速度，寻求精益化发展道路。同时，有效利用国内外市场的发展机遇，充分发挥国内及海外生产基地、港澳融资平台的优势，三位一体，协同合作，带动公司整体发展。

未来，公司将着力提高产品品质、提升服务质量，促进销售增长。同时，通过技术改造、提高生产自动化水平，有效控制综合成本，达到精益化生产目标。加快海外生产基地员工培训，提高管理层本土化比例，进一步体现海外工厂成本优势。以宁波市院士工作站、省级企业工程技术中心为依托，紧密与东华大学、美国陶氏化学等优势合作伙伴的共同研发合作，促进企业的持续创新。

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。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年度合并财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。公司自 2014 年 7 月起执行财政部于 2014 年制定的相关企业会计准则，并对 2013 年财务报表进行了相应调整。2013~2015 年，公司财务报表合并范围未发生变化，纳入合并范围的子公司均为 17 家。公司提供的 2016 年 1~6 月财务数据未经审计，新增 1 家子公司—越南贸易公司，纳入合并范围的子公司增至 18 家。总体看，近年来，公司主营业务及财务报表合并范围变化不大，会计政策连续，财务数据可比性强。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 111.05 亿元，负债合计 43.81 亿元，所有者权益（无少数股东权益）合计 67.24 亿元。2015 年，公司实现营业收入 50.16 亿元，净利润（无少数股东损益）3.24 亿元；经营活动现金流量净额为 1.14 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.05 亿元。

截至 2016 年 6 月末，公司合并资产总额 104.36 亿元，负债合计 35.61 亿元，所有者权益（无少数股东权益）合计 68.74 亿元。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 26.20 亿元，净利润（无少数股东损益）3.00 亿元；经营活动现金流量净额为 5.53 亿元，现金及现金等价物净增加额为-3.05 亿元。

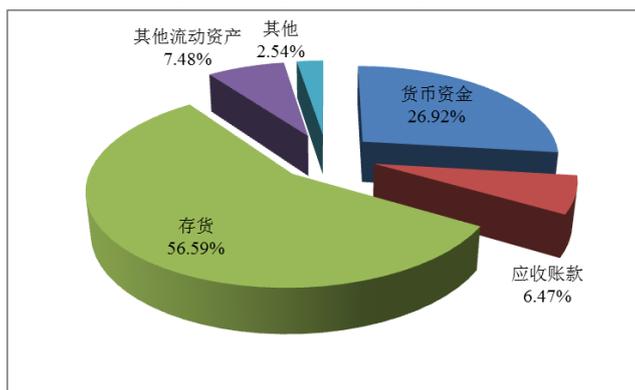
### 2. 资产质量

2013~2015 年，公司合并资产总额稳步增长，年均复合增长 11.76%。截至 2015 年末，公司资产总额为 111.05 亿元，其中流动资产占 54.37%，非流动资产占 45.63%。公司资产构成以流动资产为主。

#### 流动资产

2013~2015 年，公司流动资产波动中小幅增长，年均复合增长 1.03%。截至 2015 年末，公司流动资产为 60.38 亿元，主要由货币资金（占 26.92%）、应收账款（占 6.47%）、存货（占 56.59%）和其他流动资产（占 7.48%）构成。

图 4 截至 2015 年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金逐年大幅增长，年均复合增长 34.48%。截至 2014 年末，公司货币资金为 10.70 亿元，较年初增长 19.04%，主要系公司短期借款增加所致；截至 2015 年末，公司货币资金 16.26 亿元，较年初大幅增长 51.92%，主要系公司套现部分理财产品所致。公司货币资金中各类保证金总额为 0.69 亿元，占 4.24%，受限资金占比较低；公司货币资金中存放在境外的款项总额为 14.02 亿元，占 86.21%，主要是公司在香港、澳门和越南设有子公司，开展大量采购、销售和生产业务，占用资金较多所致。

2013~2015 年，公司应收账款账面价值分别为 3.37 亿元、3.34 亿元和 3.91 亿元，年均复合增长 7.59%。截至 2015 年末，公司应收账款账面余额为 4.36 亿元，计提坏账准备 0.46 亿元。从账龄结构看，1 年以内应收账款账面余额占 91.85%，计提比例 5.00%；1~2 年应收账款账面余额 654.95 万元，计提比例 10%；2~3 年应收账款账面余额 210.79 万元，计提比例 20%；3~4 年应收账款账面余额 320.01 万元，计提比例 50%；4~5 年应收账款账面余额 374.27 万元，计提比例 80%；5 年以上应收账款账面余额占 4.58%，计提比例 100%。从欠款客户集中度看，公司应收账款前五大客户合计欠款 1.38 亿元，占应收账款余额的 31.73%。公司在产品销售结算方面，综合账期在一个月以内，因此应收账款规模较小，账龄较短。整体看，公司应收账款规模不大、账龄较短且集中度不高。

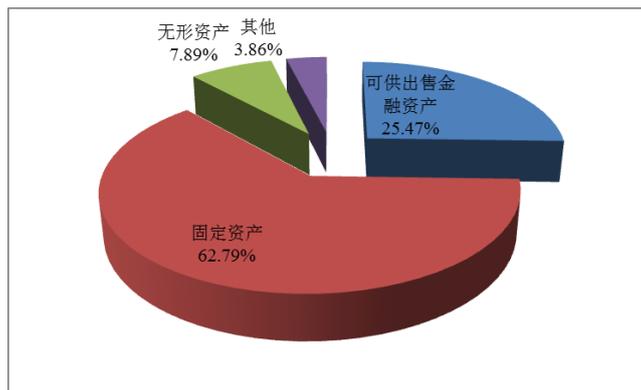
2013~2015 年，公司存货呈大幅增长，年均复合增长 30.18%，主要系库存商品和原材料的增长所致。截至 2015 年末，公司存货为 34.17 亿元，构成主要为原材料（占 49.98%）和库存商品（占 36.32%）。公司对存货未计提跌价准备，主要系近年来公司产成品销售毛利较高，不存在明显低于市价的情况；同时公司库存管理较完善，成品没有明显冷背残次的积压产品，无明显减值迹象。对于原材料，公司采购的棉花主要是用于生产色纺纱而非直接出售，由于产成品色纺纱毛利率较高，在色纺纱没有减值迹象的前提下公司认为原材料棉花也不在明显减值迹象；同时公司棉花仓库管理也较好，期末库存无明显霉烂变质的原材料，因而期末库存无明显的减值迹象。

2013~2015 年，公司其他流动资产呈大幅减少，年均复合减少 57.33%，主要系公司减少理财产品及委托贷款规模所致。截至 2015 年末，公司其他流动资产 4.51 亿元，构成主要系银行理财产品（占 98.30%），近三年公司理财产品投资收益分别为 0.66 亿元、0.82 亿元和 0.73 亿元，未发生减值情况。

#### 非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 30.51%，主要系固定资产和可供出售金融资产增加所致。截至 2015 年末，公司非流动资产合计 50.67 亿元，主要由可供出售金融资产（占 25.47%）、固定资产（占 62.79%）和无形资产（占 7.89%）构成。

图 5 截至 2015 年末公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司可供出售金融资产分别为 6.77 亿元、6.77 亿元和 12.91 亿元。2013~2014 年，公司可供出售金融资产 6.77 亿元，主要系对宁波通商银行股份有限公司的参股投资，按成本计量；截至 2015 年末，公司可供出售金融资产构成如下表所示。2015 年，公司可供出售金融资产在持有期间的投资收益为 500.00 万元。

表 11 截至 2015 年末公司可供出售金融资产构成情况（单位：亿元）

项目	账面余额	减值准备	账面价值
可供出售债务工具	1.00	--	1.00
可供出售权益工具	11.91	--	11.91
其中：按公允价值计量的	5.13	--	5.13
按成本计量的	6.77	--	6.77
<b>合计</b>	<b>12.91</b>	<b>--</b>	<b>12.91</b>

资料来源：公司审计报告

注：可供出售债务工具系公司购买的长城嘉信资产管理有限公司中腾信小贷 1.00 亿元；按公允价值计量的可供出售权益工具系购买的上海磐信九隆专户投资基金 5 亿元和鹏山长期回报 1 号基金 1,000 万；剩余 0.03 亿元系期末公允价值变动；按成本计量的可供出售权益工具系对宁波通商银行股份有限公司的参股投资 6.77 亿元。

2013~2015 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 47.97%，主要系在建工程越南百隆厂房工程和待安装设备工程逐渐转固所致。截至 2015 年末，公司固定资产账面价值为 31.81 亿元，构成主要系房屋及建筑物（占 40.79%）和机器设备（占 57.80%）。截至 2015 年末，公司固定资产累计折旧 12.33 亿元，固定资产成新率 72.07%，成新率较高；公司固定资产中 0.93 亿元用于抵押借款，占比 2.92%，占比很低。

2013~2015 年，公司在建工程有所波动，分别为 4.62 亿元、1.33 亿元和 1.49 亿元。2014 年由于越南百隆一二期厂房和淮安新国项目的部分交付，公司在建工程大幅回落。截至 2015 年末，公司在建工程主要有越南百隆厂房工程（三期）以及待安装的设备 and 废水处理改造工程等。

2013~2015 年，公司无形资产有所波动，分别为 3.55 亿元、4.07 亿元和 4.00 亿元，截至 2015 年末，公司无形资产主要系土地使用权（占比 99.82%）。

截至 2016 年 6 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 5.79 亿元，占总资产的比重为 5.55%，占比较小，明细如下表所示：

表 12 截至 2016 年 6 月末公司所有权或使用权受到限制的资产明细（单位：万元）

项目	账面价值	占资产比重	受限原因
货币资金	35,318.92	3.38	质押借款

固定资产	8,845.42	0.85	抵押借款
无形资产	5,275.26	0.51	抵押借款
无形资产	4,907.00	0.47	未经土管部门批准不准出租、转让、抵押
其他流动资产	1,494.50	0.14	质押借款
其他非流动资产	2,036.25	0.20	担保借款
<b>合计</b>	<b>57,877.36</b>	<b>5.55</b>	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年 6 月末，公司资产总额 104.36 亿元，较年初较少 6.03%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产 53.62 亿元（占比 51.38%），较年初减少 11.20%，主要系存货和其他流动资产减少所致；非流动资产 50.74 亿元（占比 48.62%），较年初微幅增长 0.15%，主要构成科目及账面价值较年初变动不大。截至 2016 年 6 月末，公司流动资产主要由货币资金（占比 29.93%）、应收账款（占比 9.78%）和存货（占比 55.84%）构成。公司应收账款账面余额 5.53 亿元，计提坏账准备 0.29 亿元，计提比例 5.16%，应收账款账面价值 5.24 亿元，较年初增长 34.22%，主要系公司经营具有一定季节性，上半年公司主要精力在于接单、安排生产和产品销售上，因此上半年催款力度较轻所致；公司存货账面价值 29.94 亿元，未计提跌价准备，较年初减少 12.38%，主要系 2016 年以来受国储棉抛储进度影响，棉花现货价格持续走高，公司年初已储备较多低成本棉花，因此减少了棉花的采购量所致；公司其他流动资产 0.88 亿元，较年初大幅减少 80.59%，主要系公司赎回银行理财产品规模较大所致。

总体看，公司资产规模稳步增长，构成以流动资产为主，但流动资产占总资产比重逐步降低；存货占比较高，资产流动性一定程度上受到影响；随着公司理财产品投资规模减小，货币资金大幅增长，但货币资金存放在境外金额占比较高，面临一定汇率波动风险；公司所有权或使用权受限的资产占比较小。整体来看，公司资产质量较好、资产流动性较强。

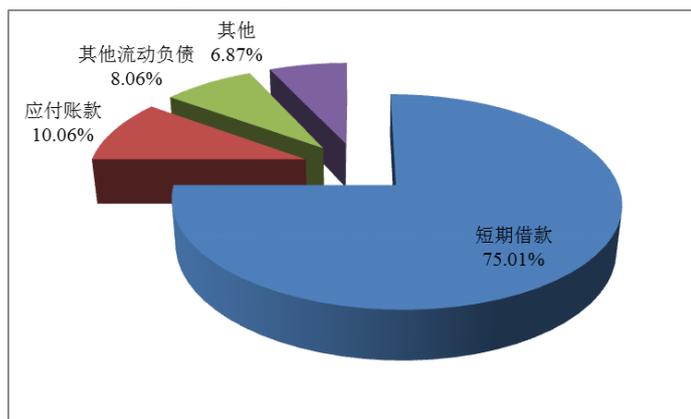
### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

2013~2015 年，随着公司在建工程的持续投入，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 27.99%。截至 2015 年末，公司负债合计 43.81 亿元；其中流动负债占 87.28%、非流动负债占 12.72%，公司负债结构以流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 29.72%，主要系短期借款的增长所致。截至 2015 年末，公司流动负债 38.24 亿元，主要由短期借款（占 75.01%）、应付账款（占 10.06%）和其他流动负债（占 8.06%）构成。

图 6 截至 2015 年末公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，由于在建工程需要持续投入，公司短期借款呈快速增长态势，年均复合增长 29.35%。截至 2015 年末，公司短期借款 28.68 亿元，主要由保证借款（占 33.10%）、信用借款（占 12.20%）、抵押+保证借款（占 35.98%）和抵质押+保证借款构成（占 10.60%）。

2013~2015 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 18.70%。截至 2014 年末，公司应付账款为 2.29 亿元，较年初下降 15.96%，主要是应付设备款、工程款和材料款减少所致；截至 2015 年末，公司应付账款 3.85 亿元，较年初大幅增长 67.67%，主要系应付原材料采购款增长所致。

2013~2014 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 0.66 亿元和 3.00 亿元。2013 年末，公司一年内到期的非流动负债主要是一年内到期的长期借款（0.19 亿元）和一年内到期的长期应付款（0.47 亿元）；2014 年末，国内公司一年内到期的非流动负债全部系一年内到期的长期借款。2015 年末，公司无一年内到期的非流动负债。

2013~2014 年，公司无其他流动负债；截至 2015 年末，公司其他流动负债 3.08 亿元，系 2015 年公司发行的 3.00 亿元短期融资券“15 百隆东方 CP001”及相应利息。

2013~2015 年，受公司长期借款波动的影响，公司非流动负债波动较大，三年分别为 4.02 亿元、2.86 亿元和 5.57 亿元。截至 2015 年末，公司非流动负债主要由递延收益（占 47.50%）和长期借款（占 52.39%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款分别为 1.00 亿元、0 亿元和 2.92 亿元。截至 2015 年末，公司长期借款 2.92 亿元，全部为保证借款，到期还款日分别在 2017 年和 2018 年，期限结构分布较均匀，不存在集中兑付的风险且整体金额规模不大。

公司递延收益全部为政府补助，公司收到的政府补助计入递延收益在相关资产使用寿命内平均摊销。2013~2015 年，公司递延收益分别为 3.02 亿元、2.86 亿元和 2.65 亿元。

表 13 截至 2015 年末公司与资产相关的政府补助变动情况（单位：万元）

项目	期初数	本期新增金额	本期计入营业外收入金额	期末数	与资产相关/与收益相关
山东百隆纺织有限公司基础设施建设资金	4,110.07	--	933.28	3,176.79	与资产相关
淮安新国纺织有限公司出口加工区项目发展扶持资金	7,909.57	--	172.02	7,737.55	与资产相关
淮安百隆实业有限公司搬迁补偿款	16,233.57	--	1,065.52	15,168.05	与资产相关
山东百隆纺织有限公司旧设备购置款返还	364.62	--	41.07	323.55	与资产相关
南宫百隆纺织有限公司变频调速项目补助	--	76.00	11.40	64.60	与资产相关
<b>小 计</b>	<b>28,617.83</b>	<b>76.00</b>	<b>2,223.29</b>	<b>26,470.54</b>	--

资料来源：公司审计报告

有息债务方面，2013~2015 年公司全部债务年均复合增长 35.68%，债务负担明显上升，但公司财务杠杆水平不高，仍有较大的融资空间。截至 2015 年末，公司全部债务为 34.70 亿元，其中短期债务占 91.59%、长期债务占 8.41%，以短期债务为主的债务结构有待改善；公司资产负债率水平分别为 30.08%、35.92%和 39.45%，逐年增长但整体负债程度不高；全部债务资本化比率分别为 23.27%、30.82%和 34.04%，公司整体债务负担较轻；长期债务资本化比率分别为 1.58%、0.00%和 4.16%，公司长期债务负担较小，债务结构有待优化。

截至 2016 年 6 月末，公司负债合计 35.61 亿元，较年初减少 18.71%，主要系流动负债减少所致。其中流动负债 30.06 亿元（占比 84.41%），较年初减少 21.38%，主要系短期借款和其他流动负债的减少所致；非流动负债 5.55 亿元（占比 15.59%），较年初微幅减少 0.40%，主要构成科目及账面价值较年初变动不大。截至 2016 年 6 月末，公司流动负债主要由短期借款（占比 83.62%）和应付账款（占比 7.91%）构成；短期借款 25.14 亿元，较年初减少 12.35%；应付账款 2.38 亿元，较年初大幅减少 38.20%，主要系 2016 年上半年公司减少了棉花的采购所致。截至 2016 年 6 月末，公司其他流动负债由年初的 3.08 亿元减少至 0.00 亿元，主要系公司于 2015 年发行的 3.00 亿元的短期融资券“15 百隆东方 CP001”于 2016 年上半年到期，公司对其进行了偿付所致。

有息债务方面，截至 2016 年 6 月末，公司全部债务 28.21 亿元，较年初减少 18.70%，主要系短期债务减少所致。其中短期债务 25.23 亿元（占比 89.44%），长期债务 2.98 亿元（占比 10.56%）。公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 34.13%、4.15%和 29.10%，均较年初有所下降，公司债务负担有所减轻且处于合理范围。

总体看，随着公司在建工程项目投入的增加，公司负债规模逐年增加，但整体负债水平较低。公司有息债务主要为短期债务，存在较明显的“短债长投”现象，考虑到公司在建工程项目需要持续投资，公司债务结构有待优化。

#### 所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益稳步增长，年均复合增长 4.00%，主要来自未分配利润的增长。截至 2015 年末，公司所有者权益合计 67.24 亿元，全部为归属于母公司的所有者权益，其中股本占 22.31%、资本公积占 35.09%、其他综合收益占比 0.48%、盈余公积占比 4.06%、未分配利润占 38.07%。

截至 2015 年末，公司股本 15.00 亿元，较年初增长 100.00%，系 2015 年公司以资本公积向全体股东每 10 股转增 10 股，股本从 7.50 亿元增加至 15.00 亿元。

截至 2016 年 6 月末，公司所有者权益 68.74 亿元，较年初增长 2.24%，主要系未分配利润的增长所致；所有者权益全部为归属于母公司的所有者权益，公司股本、资本公积和盈余公积较年初均无变化，其他综合收益较年初微幅增长。

总体看，公司所有者权益保持稳定增长，股本和资本公积占比较高，公司所有者权益结构较为稳定。

#### 4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入逐年增长，分别为 42.73 亿元、46.20 亿元和 50.16 亿元，年均复合增长 8.34%，主要系随着越南子公司产能逐步释放，公司在越南的产品销量大幅增加所致；公司营业成本也随生产及销售规模扩大而逐年增长，分别为 34.37 亿元、37.01 亿元和 41.00 亿元，年均复合增长 9.23%；由于 2014 年公司营业收入增长快于营业成本增长，使得公司营业利润率由 2013 年的 18.84%增长至 19.36%；但受其他营业收入下降以及工资规模增长等原因的影响，2015

年公司营业成本增长速度快于营业收入，公司营业利润率由上年的 19.36% 下降至 17.52%。

期间费用方面，随着越南子公司的投产带动公司管理费用增长，以及由于前期公司美元借款规模较大，受 2015 年 8.11 汇改人民币汇率大幅贬值影响，公司汇兑损失大幅增长带动财务费用增长。2013~2015 年，公司费用总额大幅增长，年均复合增长 26.44%。为减小汇率损失，公司已及时归还部分美金借款，未来将根据公司经营情况，合理调整公司境内外资金配置及借款结构。2015 年，公司费用总额 6.60 亿元，其中管理费用占比 51.24%、销售费用占比 24.06%、财务费用占比 24.70%。2013~2015 年，公司费用收入比分别为 9.67%、10.99% 和 13.17%，公司费用控制能力有所下降。

2013~2015 年，公司投资收益逐年较少，年均复合减少 16.59%，主要系公司逐年减小如委托贷款等投资活动的规模所致。2015 年，公司取得投资收益 1.10 亿元，其中可供出售金融资产持有期间投资收益 500.00 万元、处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益 0.31 亿元、委托贷款利息收入 152.68 万元、银行理财产品投资收益 0.73 亿元。

2013~2015 年，受费用总额逐年攀升以及投资收益逐年下降影响，公司营业利润逐年减少，年均复合减少 24.54%，2015 年，公司营业利润 3.15 亿元。

2013~2015 年，公司营业外收入分别为 0.47 亿元、0.56 亿元和 0.51 亿元。同期营业外支出分别为 0.12 亿元、0.08 亿元和 0.08 亿元。公司营业外收入主要系政府补助，2015 年公司营业外收入中政府补助占 76.56%。

表 14 2015 年公司营业外收入中政府补助明细（单位：万元）

补助项目	金额	与资产相关/ 与收益相关
递延收益结转	2,223.29	与资产相关
出疆棉补贴款	280.77	与收益相关
走出去扶持资金	119.68	与收益相关
年度工业企业节地增效（土地使用税）财政奖励资金	78.54	与收益相关
镇海地税:退出口销售部分水利基金	163.18	与收益相关
2015 年度工业和信息产业专项资金	151.00	与收益相关
重点产业科技项目竣工奖励（机器换人专项）	100.00	与收益相关
购置住宅与非住宅按实际缴纳契税额度的 50% 给予补贴	106.70	与收益相关
2015 年中央对外投资合作专项资金的投资贴息	187.42	与收益相关
2015 年度镇海区直接融资奖励	30.00	与收益相关
镇海区 2015 年度第二批重点产业技术改造项目竣工奖励	25.95	与收益相关
技改补贴	40.00	与收益相关
产业发展基金	70.00	与收益相关
余姚财政国库中心经信局 2013-2014 宁波技改项目及机器人换人补贴	81.37	与收益相关
其他	217.48	与收益相关
<b>小 计</b>	<b>3,875.39</b>	<b>--</b>

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司利润总额分别为 5.88 亿元、5.45 亿元和 3.58 亿元；同期实现净利润分别为 5.08 亿元、4.74 亿元和 3.24 亿元。

从盈利指标看，受利润总额和净利润大幅下降影响，2015 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均有所下降。2015 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别由 2014 年的 5.97%、6.23% 和 7.43% 下降至 3.93%、3.94% 和 4.89%。公司整体盈利能力有所下降。

从同行业指标对比看，公司整体盈利能力处于行业中上游水平。

表 15 2015 年纺织品、服装与奢侈品行业盈利指标情况（单位：%）

公司名称	总资产报酬率 (ROA)	净资产收益率(ROE)	营业利润率
华孚色纺	6.02	9.53	1.11
鲁泰 A	10.11	10.61	13.63
<b>百隆东方</b>	<b>3.83</b>	<b>4.89</b>	<b>6.29</b>
龙头股份	4.56	4.87	1.95
孚日股份	7.35	10.80	9.88
华纺股份	1.99	1.51	0.50
华茂股份	2.63	1.80	1.85
凤竹纺织	3.02	2.04	1.73

资料来源：Wind 资讯

注：为便于比较，上表数据均取自 Wind 资讯，由于 Wind 资讯相关指标计算公式与联合评级不同，故上表中公司相关指标同本报告中联合评级计算指标有所差异。

2016 年 1~6 月，公司营业收入 26.20 亿元，较上年同期增长 4.97%，主要系 2016 年上半年公司产品销量增长所致；营业成本 20.92 亿元，较上年同期微幅增长 1.64%；公司利润总额和净利润分别为 3.37 亿元和 3.00 亿元，分别较上年同期增长 12.01% 和 12.35%。

总体看，随着公司越南子公司的建成、投产，使得公司经营规模不断扩大，带动收入规模持续上升；但同时也导致生产成本、管理费用和财务费用的增长，加之产品销售价格的下降和投资收益规模缩小，使得公司整体盈利能力有所下降，利润总额和净利润逐年下降。

## 5. 现金流

经营活动方面，2013~2015 年公司经营活动现金流入分别为 43.80 亿元、48.57 亿元和 53.68 亿元，呈逐年上升趋势，主要系随着越南子公司产能的释放公司产品销售逐年增长所致。公司 2013~2015 年经营活动现金流出分别为 37.94 亿元、50.17 亿元和 52.54 亿元，呈逐年上升趋势，主要系业务规模的扩大所致。2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 5.86 亿元、-1.60 亿元和 1.14 亿元，波动较大；2014 年随着淮安新国项目和越南百隆一期项目完工投产，公司产能增加，棉花等原材料的采购量大幅增长，同时员工薪酬等营运资金投入逐步增加，但因公司在越南的市场和销售渠道仍在拓展中，故经营活动现金流入的增加有限，导致经营活动现金流量净额为负；2015 年，公司经营活动产生的现金净流量较 2014 年增加 2.74 亿元，主要系越南百隆二期项目完工投产，公司产能进一步扩大，产销量上升所致。2013~2015 年，公司现金收入比分别为 99.64%、101.81% 和 103.38%，收入质量较好。

投资活动方面，公司 2013~2015 年投资活动现金流入分别为 175.26 亿元、96.56 亿元和 96.50 亿元，逐年下降，主要系公司收缩银行理财等投资活动规模所致。投资活动流入的现金主要系收回投资收到的现金，2013~2015 年收回投资收到的现金占投资活动流入的现金的比重分别是 96.32%、94.57% 和 97.53%。公司 2013~2015 年投资活动现金流出分别为 183.09 亿元、99.24 亿元和 92.96 亿元，也呈逐年下降态势。投资活动流出的现金主要系银行理财等投资支付的现金，2013~2015 年投资支付的现金占投资活动流出的现金的比重分别是 95.05%、87.35% 和 92.17%。公司 2013~2015 年投资活动产生的现金流量净额分别为 -7.83 亿元、-2.69 亿元和 3.54 亿元。

筹资活动方面，2013~2015 年公司筹资活动流入的现金呈波动增长态势，分别为 36.60 亿元、51.17 亿元和 48.19 亿元。2015 年公司筹资活动流入的现金主要系取得借款收到的现金 44.75 亿元

(占 92.87%) 和发行债券收到的现金 3.00 亿元 (占 6.23%)。公司 2013~2015 年筹资活动现金流呈逐年增长态势, 年均复合增长 10.81%。2015 年公司筹资活动现金流出 45.11 亿元, 主要系偿还债务支付的现金 (占比 93.65%)。

2016 年上半年, 公司经营活动现金流量净额为 5.53 亿元, 上年同期水平为-2.70 亿元, 公司经营活动现金流量由上年同期的净流出状态转为本期净流入状态, 主要系 2016 年上半年公司棉花采购支出同比减少所致; 公司投资活动现金流量净额为 2.10 亿元, 较上年同期大幅减少 35.39%, 主要系固定资产投资和银行理财产品投资同比减少所致; 公司筹资活动现金流量净额为-11.36 亿元, 上年同期水平为 2.60 亿元, 本期公司筹资活动现金流呈净流出状态且规模较大, 主要系本期偿还了大量债务且借款规模减少所致。

总体看, 公司现金流情况较好, 收入实现质量较高。

#### 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 2.60 倍、1.83 倍和 1.58 倍, 速动比率分别为 1.72 倍、1.05 倍和 0.69 倍, 均呈逐年下降趋势, 主要系在建工程持续投入导致短期借款逐年增长所致; 公司现金短期债务比分别为 0.55 倍、0.41 倍和 0.54 倍, 有所波动; 公司经营现金流动负债比率分别为 25.80%、-4.74% 和 2.98%。整体看, 公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看, 2013~2015 年, 公司 EBITDA 分别为 7.61 亿元、7.93 亿元和 6.98 亿元, 有所波动, 主要系 2014 年公司折旧和利息支出大幅增长以及 2015 年公司利润总额降幅较大所致。2015 年, 公司 EBITDA 以折旧 (占比 38.61%) 和利润总额 (占比 51.26%) 为主。2013~2015 年, 公司 EBITDA 利息倍数分别为 25.77 倍、15.79 倍和 11.25 倍, 呈逐年下降态势, 但整体处于较高水平。同期公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.40 倍、0.27 倍和 0.20 倍, EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。

截至 2016 年 6 月末, 公司获得授信总额情况为: 人民币 34.61 亿元、港币 43.21 亿元、美元 1.55 亿元; 已使用的授信额度为: 人民币 12.38 亿元、港币 13.81 亿元、美元 0.66 亿元; 未使用授信额度为: 人民币 22.24 亿元、港币 29.40 亿元、美元 0.88 亿元; 公司尚未使用的授信额度较为充裕。

截至 2016 年 6 月末, 公司不存在对合并范围以外的企业进行担保的情况。

根据公司提供的人民银行企业信用报告 (机构信用代码: G10330211000519303), 截至 2016 年 7 月 27 日, 公司已结清和未结清的信贷业务中, 无任何不良和关注类记录, 公司过往履约情况良好。

总体看, 公司整体偿债能力较强, 未来随着百隆越南项目产能的完全释放, 经营收入有望进一步扩大, 公司偿债能力将进一步加强。

### 八、本次 (期) 债券偿债能力分析

#### 1. 本次 (期) 债券的发行对目前债务的影响

截至 2016 年 6 月末, 公司全部债务为 28.21 亿元, 本次债券拟发行规模为 26 亿元, 本期发行规模不超过 16 亿元 (基础发行额度 10 亿元, 超额配售额度 6 亿元), 相对于目前公司的债务规模, 本次及本期债券发行规模较大, 公司债务负担将明显加重。

以 2016 年 6 月末财务数据为基础, 假设本次债券募集资金为 26 亿元, 在其他因素不变的情况下, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别由 34.13%、29.10% 和

4.15%上升至 47.27%、44.09%和 29.65%，公司负债水平及债务负担压力大幅提升，但整体仍处于较合理水平。考虑到本次债券募集资金拟部分用于偿还银行借款，公司实际债务负担将轻于上述预测值。

以 2016 年 6 月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金为 16 亿元(基础发行额度 10 亿元，超额配售额度 6 亿元)，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别由 34.13%、29.10%和 4.15%上升至 42.88%、39.14%和 21.64%，公司负债水平及债务负担压力大幅提升，但整体仍处于较合理水平。考虑到本期债券募集资金拟部分用于偿还银行借款，公司实际债务负担将轻于上述预测值。

## 2. 本次（期）债券偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 6.98 亿元，为本次债券发行额度（26 亿元）的 0.27 倍，EBITDA 对本次债券的保障能力较强。公司 2015 年经营活动产生的现金流入量为 53.68 亿元，为本次债券发行额度（26 亿元）的 2.06 倍，经营活动现金流对本次债券的保障能力较强。

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 6.98 亿元，为本期债券发行额度（16 亿元）的 0.44 倍，EBITDA 对本期债券的保障能力较强。公司 2015 年经营活动产生的现金流入量为 53.68 亿元，为本期债券发行额度（16 亿元）的 3.36 倍，经营活动现金流对本期债券的保障能力较强。

随着百隆越南产能的完全释放以及公司全球范围运作成本优势的逐步显现，预计公司未来营业收入和利润水平将增加。综合以上分析，并考虑到公司的品牌效应、研发能力、资产质量及负债水平等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

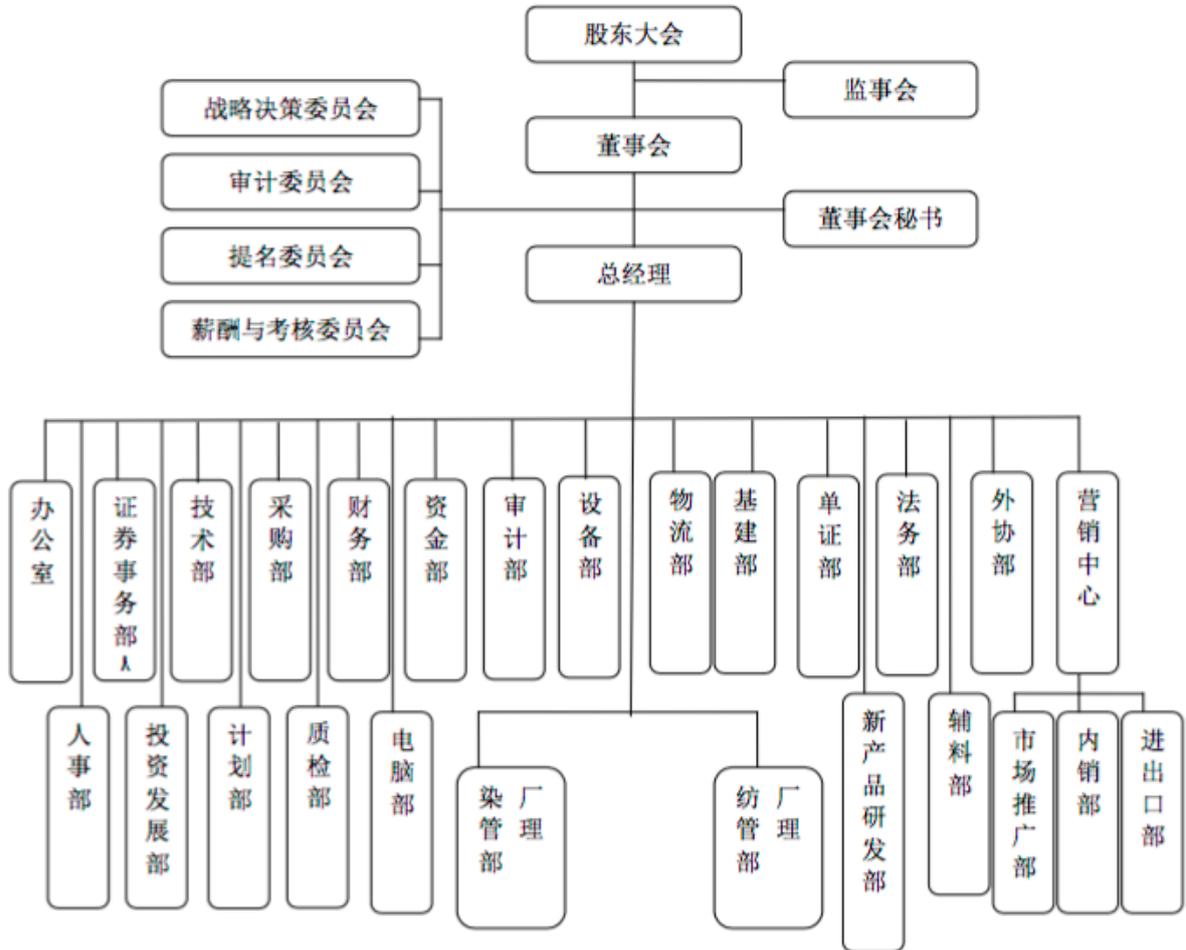
## 九、综合评价

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、技术水平领先、债务负担较轻等竞争优势。同时，联合评级也关注到进口棉价格波动、海外经营风险较大、债务结构不合理、人民币对美元汇率波动具有不确定性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，随着越南项目新增产能的释放，以及在建项目的陆续完成，公司生产规模有望进一步扩大。同时，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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 百隆东方股份有限公司组织结构图



## 附件 2 百隆东方股份有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
资产总额 (亿元)	88.91	102.01	111.05	104.36
所有者权益 (亿元)	62.16	65.37	67.24	68.74
短期债务 (亿元)	17.85	29.12	31.78	25.23
长期债务 (亿元)	1.00	0.00	2.92	2.98
全部债务 (亿元)	18.85	29.12	34.70	28.21
营业收入 (亿元)	42.73	46.21	50.16	26.20
净利润 (亿元)	5.08	4.74	3.24	3.00
EBITDA (亿元)	7.61	7.93	6.98	--
经营性净现金流 (亿元)	5.86	-1.60	1.14	5.53
应收账款周转次数(次)	11.88	12.43	12.39	--
存货周转次数 (次)	1.74	1.60	1.36	--
总资产周转次数 (次)	0.49	0.48	0.47	0.24
现金收入比率 (%)	99.64	101.81	103.38	101.86
总资本收益率 (%)	6.80	5.97	3.93	--
总资产报酬率 (%)	7.03	6.23	3.94	--
净资产收益率 (%)	8.45	7.43	4.89	4.42
营业利润率 (%)	18.84	19.36	17.52	19.77
费用收入比 (%)	9.67	10.99	13.17	8.79
资产负债率 (%)	30.08	35.92	39.45	34.13
全部债务资本化比率 (%)	23.27	30.82	34.04	29.10
长期债务资本化比率 (%)	1.58	0.00	4.16	4.15
EBITDA 利息倍数 (倍)	25.77	15.79	11.25	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.40	0.27	0.20	--
流动比率 (倍)	2.60	1.83	1.58	1.78
速动比率 (倍)	1.72	1.05	0.69	0.79
现金短期债务比 (倍)	0.55	0.41	0.54	0.66
经营现金流流动负债比率 (%)	25.80	-4.74	2.98	18.38
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.29	0.31	0.27	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.48	0.50	0.44	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数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 年半年度财务报表未经审计，相关财务指标未年化；3、本期发债额度采用 16 亿元计算，其中基础发行额度 10 亿元，超额配售额度 6 亿元。

### 附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+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+应付短期融资款  
+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 百隆东方股份有限公司 2016 年公司债券（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，在每年百隆东方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。

百隆东方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。百隆东方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百隆东方股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现百隆东方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。

如百隆东方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，直至百隆东方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百隆东方股份有限公司、监管部门等。

