

石家庄常山纺织股份有限公司

2012 年 6.3 亿元公司债券
2013 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：/ 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

石家庄常山纺织股份有限公司

2012年6.3亿元公司债券2013年跟踪信用评级报告

跟踪评级结果：

本期公司债券跟踪信用等级：AA

主体长期信用等级：AA-

评级展望：负面

债券剩余期限：21个月

债券剩余规模：6.3亿元

增信方式：保证担保

担保方：石家庄常山纺织集团有限责任公司

评级日期：2013年06月26日

上次信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券期限：33个月

债券规模：6.3亿元

增信方式：保证担保

担保方：石家庄常山纺织集团有限责任公司

评级日期：2012年06月29日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对石家庄常山纺织股份有限公司（以下简称“常山股份”或“公司”）及其2012年3月13日发行的6.3亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2013年跟踪信用评级结果为：维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA-，评级展望调整为负面。

主要财务指标：

项目	2013年3月	2012年	2011年
总资产(万元)	570,712.57	571,686.69	529,111.36
归属于母公司所有者权益(万元)	240,859.91	242,704.09	241,417.44
资产负债率	57.79%	57.54%	54.36%
流动比率	1.16	1.19	0.98
速动比率	0.73	0.74	0.62
营业收入(万元)	160,632.72	502,251.42	470,488.36
营业利润(万元)	-7,000.77	-12,192.73	-2,695.11
营业外收入(万元)	5,214.99	14,085.24	8,965.33
利润总额(万元)	-1,786.35	1,590.56	6,199.58
综合毛利率	3.47%	5.10%	5.43%
总资产回报率	-	2.56%	3.14%
EBITDA(万元)	-	27,302.31	28,525.21
EBITDA利息保障倍数	-	2.00	2.77
经营活动现金流净额(万元)	-13,996.55	-12,117.22	-17,973.33

资料来源：2011-2012年数据来自于公司2012年审计报告，2013年1-3月数据来自于公司未经审计的2013年一季度财务报表

正面：

- 受环境影响，公司调整了业务结构，棉花贸易和服装床品的业务增幅较大，公司营业收入持续增长；
- 公司“整体改造、优化升级项目”计划顺利推进，随着未来搬迁的完成以及中高端产品的产能将逐步增加，预计公司产品竞争力和毛利率水平有望得到一定提升；
- 公司获得当地政府支持力度较大，跟踪期内持续获得政府返还的土地出让收益；
- 担保方营业收入持续上升，所拥有的土地资产及房产市场价值相对较高。

关注：

- 跟踪期内，国际经济环境尚未好转、国内外棉花价差持续扩大等因素使得我国纺织行业持续低迷，公司纺织主业的盈利能力有所下降；
- 未来公司仍须支付大量投资金额用于支持“整体改造、优化升级项目”计划实施，将面临较大的阶段性资金压力；
- 公司的经营活动持续表现为净流出状态，导致其面临较大的营运资金压力；
- 跟踪期内，公司市区两个老厂启动搬迁，陆续停产，对公司的产销量及盈利能力造成了一定影响，公司毛利率水平持续下滑，期间费用率则持续上升，毛利率难以覆盖期间费用率；
- 跟踪期内，公司盈利能力相对较差，利润总额主要来源于政府补助以及土地房屋征收补偿；
- 跟踪期内，公司负债快速增长，有息负债规模较大，未来面临较大的本息偿付压力；
- 预计未来一段时间内，公司仍将较多的依靠外部融资活动筹集资金，负债规模可能持续上升，公司的财务安全性也将受到进一步的影响。

分析师

姓名：王婧 李飞宾

电话：010- 66216006

邮箱：wangjing@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

2012年3月13日，经中国证券监督管理委员会证监许可【2011】1650号文核准，公司公开发行6.3亿元公司债券，扣除发行费用后，募集资金净额61,830.74万元。

本期债券的起息日为2012年3月13日，按年计息，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。2013年至2015年每年的3月13日为上一个计息年度的付息日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。本期债券的本金支付日为2015年3月13日。

本期债券募集的所有资金将部分用于偿还公司的银行借款，以进一步改善财务结构，降低财务费用，剩余资金将用于补充公司流动资金。

截至2013年3月31日，公司累计使用募集资金61,830.74万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本及实际控制人均未发生重大变化。

三、经营与竞争

跟踪期内，国际经济环境尚未好转、国内外棉花价差持续扩大等因素使得我国纺织行业持续低迷，公司纺织主业的盈利能力有所下降

跟踪期内，国际宏观经济下行，市场需求不旺，导致当前纺织行业企业普遍订单不足和产品价格提升较难，我国纺织行业面临的下行压力较大。

从纺织品服装需求层面看，由于欧洲主权债务的不明朗，欧盟失业率高企，消费缺乏根本动力，需求增长将长期乏力；美、日消费市场虽然有趋稳向好态势，但不确定仍然较多，外需总体难以对行业增长形成有力拉动。同时，国内外棉花价差持续扩大削弱了我国纺织行业的国际竞争力。2011年9月以来，国际市场棉花价格震荡下跌，与国内市场价差不断拉大。截至2012年12月31日，国内328级棉价格为19,201.00元/吨，国际市场棉价为83.3美分/磅，计征1%关税和增值税后价格为13,393元/吨，国际市场棉价低于国内市场价格约

6,000 元/吨。市场需求不足，国内外棉花差价拉大，使得我国部分纺织品服装国际市场份额转移至其他国家。

跟踪期内，在国际经济低迷、外需疲弱，国内经济增速下滑、内需不旺的大环境下，受到产成品售价大幅回落，用工、能源、财务成本不断提高等诸多不利因素的影响，虽然公司采取了品种调改、技术攻关、挖潜降耗等一系列措施，纺织主业的盈利能力仍比上年略有下降。2012 年，公司服装床品和棉花贸易业务大幅增加，收入规模有所增长；受产品和原材料市场价格波动影响，纱、服装床品和涤纶毛利率均有所下降。2012 年公司实现营业收入 502,251.42 万元，同比增长 6.75%；营业利润-12,192.73 万元，同比减少 352.40%；净利润 1,170.03 万元，同比减少 79.54%。

表 1 2011-2012 年公司主要业务收入及毛利率构成情况（单位：万元）

项 目	2012 年		2011 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
坯布	176,414.74	8.16%	217,904.22	7.60%
纱	75,842.99	3.14%	52,724.96	5.62%
服装床品	117,505.20	3.91%	60,650.59	5.43%
棉花贸易	125,915.09	1.55%	108,449.04	0.21%
涤纶	1,484.82	-0.70%	3,580.96	-0.20%
合计	497,162.84	4.69%	443,309.77	5.20%

资料来源：公司提供

跟踪期内，受环境影响公司调整了业务结构，纺织主要产品产销量有所下降，棉花贸易和服装床品业务收入增幅较大

2012 年公司主要纺织产品的产销量较 2011 年进一步下降，主要系受到环境影响导致下游需求不足以及公司内部调整所致。首先，2012 年在国际经济低迷、外需疲弱，国内经济增速下滑、内需不旺的大环境下，产成品售价持续回落，纺织行业出口受到较大的影响，使行业减产较为普遍。其次，2012 年公司进一步淘汰老化设备以及市区部分老厂停产搬迁，致使当年度坯布产销量有所下降。第三，公司的棉纱和坯布产量受纱支粗细、密度高低、幅宽的宽窄等变化的影响较大，纱支越细、密度越高、幅宽越宽，纱线和坯布产量越低。近年来，国内外家纺、服装市场变化较快，市场对高支高密产品需求逐年增加，公司为适应市场需求不断加大产品研发力度，拓展销售渠道，提高技术装备水平，推动高支、高密、宽幅品种及新型纤维产品的生产和销售，2012 年高支、高密、宽幅品种及新型纤维产品的生产有所增加，使得公司当年度的产销量有所下降。

表 2 2011-2012 年公司主要产品产销量情况

产品	2012 年		2011 年	
	产量	销量	产量	销量
坯布（单位：万米）	22,265	21,797	27,635	24,801
棉纱（单位：万吨）	1.94	1.72	1.86	1.82

资料来源：公司提供

贸易投资是公司“三大业务板块”之一，2012 年公司进一步扩大了棉花贸易业务规模，并继续往下游服装床品贸易业务拓展。

2012 年公司的棉花贸易业务收入达到 125,915.09 万元，同比增长 16.11%；服装床品收入达到 117,505.20 万元，同比增长 93.74%。但由于出口市场持续低迷，内需不旺，国内外棉花价差不断扩大，用工、能源成本不断提高等诸多不利因素的影响，致使公司的服装床品业务毛利率同比有所下滑。

预计在未来纺织行业短期内未能实现好转的预期下，公司将进一步加大产品结构调整、品种研发的力度，加大新型纤维、多功能面料等高附加值产品的生产，同时进一步扩大贸易业务，以期提升公司收入规模和盈利水平。

跟踪期内，公司“整体改造、优化升级项目”计划顺利推进，并持续获得政府支付的土地出让款，未来盈利能力有望得到一定提升，但仍将面临较大资金压力

跟踪期内，公司“整体改造、优化升级项目”计划顺利推进，截至 2012 年 12 月末，常山纺织工业园建筑面积已达到 26 万平方米，第一织造车间厂房及配套公用工程等已建设完成，600 台织机及配套设备已全部投产，年产能为 4,000 万米。第一纺纱车间厂房、第二织造车间厂房、气流纺车间以及相关公用配套工程已建设完成，部分纺纱生产线已陆续试投产，部分设备及配套设备正在陆续到货、安装调试。公司已着手实施市区两家分公司搬迁，项目预计于 2013 年末完成。三期工程项目 2013 年下半年正式开工，2014 年底前完工，期间将陆续实施公司剩下的三家分公司搬迁。

在装备升级方面，公司计划新增无梭织机 2,376 台，搬迁原有无梭织机 1,762 台，最终形成无梭织机 4,138 台、针织大园机 200 台的规模。项目完成后，公司将具备年产高档纱线 8.5 万吨，服装面料 1.5 亿米，装饰面料 2,000 万米，功能性面料 2,000 万米，产业用布 200 万米，针织面料 9,000 吨的生产能力。截至 2012 年末，新增无梭织机部分已投入使用并产生收益；部分纺纱生产线已开始试生产。未来公司的中高端产品的产能将逐步增加，预计到 2013 年中高端产品将达到 80%左右，公司产品竞争力和毛利率水平有望得到一定提升。

截至 2012 年末，公司“整体改造、优化升级”项目已累计投资 13.78 亿元，尚需投资约 44 亿元。项目投资计划具体安排如下：

表 3 公司“整体改造、优化升级项目”投资计划（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	资金来源	资金安排		
				2012 年及以前年度累计	2013 年	2014 年
一期工程	高档服装面料项目	142,000（含利用原有设备 24,900）	已到位土地收储及增发募集的资金	102,930		
二期工程	高档绿色环保服装面料项目	113,000（含利用原有设备 15,100）	已到位土地收储及土地拍卖返还的资金	34,865	50,000	13,000
三期工程	新型纺织品开发与生产项目	121,000（含利用原有设备 19,500）	土地收储及土地拍卖返还的资金	-	30,000	61,500
四期工程	纺织服装综合开发和利用项目	204,000	土地收储及土地拍卖返还的资金	-	-	-
合计	-	580,000	-	137,795	80,000	74,500

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司持续收到当地国土资源局支付的土地出让款。根据石家庄市政府 2007 年第 65 号常务会议纪要，公司原址土地及地上附着物拍卖所得，减除各项税费及应缴部分和基准地价上浮 20% 补偿部分的剩余，作为土地净收益，90% 返还公司用于公司搬迁项目建设。公司棉一至棉五分公司厂区位于石家庄市中心黄金地段，合计土地面积约 1,230 亩，土地出让收益预期较多，可为搬迁项目建设资金需求提供有力保障。

截至 2012 年末，石家庄市国土资源局已经收储公司棉一至棉五分公司厂区合计 1,229.46 亩土地，确定的收储金额为 149,212.59 万元，目前已支付公司 132,776.30 万元，剩余 16,436.29 万元资金将在交付收储土地后支付给公司。其余部分的土地出让款将在收储土地公开出让后，与所得土地净收益的 90% 扣除原收储金额 149,212.59 万元后返还公司。虽然受到当地政府在土地出让金返还方面的支持力度较大，未来公司仍须支付大量投资金额用于支持“整体改造、优化升级项目”计划实施，未来面临的资金的压力主要来自土地出让及出让金返还的时间不确定导致的资金来源和投入的时间上的不匹配。

表 4 截至 2012 年末公司土地收储情况（单位：亩、万元）

收储地块	合同签订时间	土地面积	收储金额
棉三、棉四	2008 年 1 月	536.54	59,020.49

棉一、棉二	2009年4月	509.74	70,042.63
棉五	2011年12月	183.18	20,149.47
合计	-	1,229.46	149,212.59

资料来源：公司提供

四、财务分析

（一）财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的中兴财光华会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的2012年审计报告以及未经审计的2013年一季度财务报表。2011年的财务数据使用的是2012年审计报告的年初数，2012年的财务数据使用的是2012年审计报告的年末数。财务报告均按照新会计准则编制。

（二）财务状况

跟踪期内，公司规模扩大，近年公司资产总额增长较快；营业收入有所上升，但盈利能力有所下滑，利润总额主要来源于政府补助以及土地房屋征收补偿；经营活动持续表现为净流出状态，导致其面临较大的营运资金压力和投资资金压力；公司负债快速增长，有息负债规模较大，未来面临较大的本息偿付压力

近年公司资产总额有所增长，截至2012年末，公司总资产规模为57.17亿元，同比增长8.05%。整体来看，公司近年的资产结构变动较小。

公司的资产主要由货币资金、预付款项、存货、固定资产及在建工程等构成。货币资金主要是银行存款，由于公司当年度成功发行了6.3亿元公司债券导致货币资金明显增长。预付款项主要为公司预付的原材料采购款项等。存货主要包括库存商品和原材料，由于公司产品结构调整导致生产成本提高，以及为满足销售，储货量增加等原因，2012年公司的库存商品同比增长较多。固定资产主要包括机器设备以及房屋建筑物等，2012年固定资产同比增长11.31%，主要是由于当期由在建工程（开发高档多组纤维服装面料项目等）完工转入固定资产部分较多所致。在建工程主要包括整体改造优化升级——高档服装面料项目、高档柔性纱线项目等部分，随着这项项目的完工投产，将使得未来公司的中高端产品的产能得到增加，有助于增强公司产品竞争力和毛利率水平。

表 5 近两年又一期公司主要资产情况（单位：万元）

项目	2013年3月		2012年		2011年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
货币资金	53,379.16	9.35%	81,251.84	14.21%	62,285.03	11.77%
应收账款	12,757.34	2.24%	6,256.22	1.09%	8,106.32	1.53%
预付款项	113,910.77	19.96%	93,111.70	16.29%	96,389.80	18.22%
存货	115,409.03	20.22%	115,556.90	20.21%	100,389.24	18.97%
流动资产合计	306,548.96	53.71%	307,648.90	53.81%	277,049.40	52.36%
投资性房地产	18,274.71	3.20%	18,394.99	3.22%	18,876.07	3.57%
固定资产	159,322.35	27.92%	166,720.33	29.16%	149,773.72	28.31%
在建工程	56,199.11	9.85%	49,297.47	8.62%	60,549.69	11.44%
无形资产	20,221.09	3.54%	20,333.91	3.56%	15,076.48	2.85%
非流动资产合计	264,163.61	46.29%	264,037.79	46.19%	252,061.96	47.64%
资产总计	570,712.57	100.00%	571,686.69	100.00%	529,111.36	100.00%

资料来源：公司提供

收入方面，2012年公司调整了业务结构，当年度的贸易收入和服装床品收入同比大幅上涨，2012年公司实现营业收入50.23亿元，同比增长6.75%。然而，由于受到2012年国内外棉花价差不断扩大，用工、能源、融资等各种成本持续增加以及支付职工安置费等因素的影响，使得当年度营业利润为-1.22亿元，同比下降0.95亿元。2012年公司利润总额主要来源于营业外收入——政府补助0.85亿元以及土地房屋征收补偿0.46亿元，其中，土地房屋征收补偿系石家庄市桥东区房屋征收管理办公室征收公司土地，确认的征收补偿。

从产品毛利率来看，受到纺织主业盈利水平下滑以及棉花贸易业务的毛利率较低等因素影响，公司2012年毛利率较2011年下降了0.33个百分点，盈利能力有所下降。

从期间费用来看，随着公司负债规模的增加，融资成本持续上涨，财务费用同比增长49.22%。同时，因启动搬迁，支付职工安置费，使管理费用同比增加34.14%。2012年公司期间费用率为7.04%，较2011年进一步上升，超过当年度综合毛利率约两个百分点。

表 6 近两年又一期公司盈利能力指标（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年
营业收入	160,632.72	502,251.42	470,488.36
营业利润	-7,000.77	-12,192.73	-2,695.11
营业外收入	5,214.99	14,085.24	8,965.33
利润总额	-1,786.35	1,590.56	6,199.58
净利润	-1,789.63	1,170.03	5,718.99
综合毛利率	3.47%	5.10%	5.43%
期间费用率	7.56%	7.04%	5.69%

总资产回报率	-	2.56%	3.14%
--------	---	-------	-------

资料来源：公司提供

2012年公司净利润持续下降，当期 FFO 同比有所降低，公司主营业务现金生成能力有所削弱。同时，受到棉花及服装床品贸易业务增长的影响，当期公司库存商品增加较多，占用了较多营运资本，加之支付职工安置费，整体上削弱了公司经营活动现金流的表现。2012年公司经营活动现金流量为-1.21 亿元，较同期增加了 0.59 亿元，仍为净流出状态，面临较大的营运资金压力。

2012年公司继续实施搬迁计划，投资的资金用于新址厂房建造、设备采购技术改造等方面，当年度用于购建固定资产和无形资产的金额为1.54亿元，同比减少2.24亿元。因此当年度公司投资活动整体净流出值较2011年降低较多。未来公司仍需大量资金用于搬迁及后续装备升级，预计投资活动仍将表现为较大的净流出值

2012年公司的6.3亿元债券成功发行，导致当年度的筹资活动表现为较大金额的净流入量，由于公司所需搬迁等资金较多，且近年公司的经营活动现金流量表现不佳，因此预计未来一段时间内，筹资活动现金流仍表现净流入状态。

表 7 2011-2012 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
净利润	1,170.03	5,718.99
非付现费用	14,434.29	12,985.92
非经营损益	1,820.61	2,206.85
FFO	17,424.93	20,911.76
营运资本变化	-29,542.15	-38,885.09
其中：存货减少（减：增加）	-15,258.81	-24,747.79
经营性应收项目的减少（减：增加）	-6,403.87	-37,542.36
经营性应付项目增加（减：减少）	-7,879.47	23,405.06
经营活动现金流量净额	-12,117.22	-17,973.33
投资活动的现金流量净额	521.18	-20,128.90
筹资活动产生的现金流量净额	29,881.94	4,826.17
现金及现金等价物净增加额	18,285.91	-33,276.06

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司负债总额持续增长，同时，负债结构有所调整，非流动负债占比由2010年的1.58%提升至2012年的21.38%。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项和其他流动负债构成。截至2012年末，短期借款全部为保证借款，由公司和母公司石家庄常山纺织集团有限责任公司（以下

简称“常山集团”)为向子公司及公司的银行借款提供保证。应付账款主要为应付未付的购买原材料款、设备款,其中,账龄在一年以内的部分占比83.54%。预收款项主要为公司预收的销售货款。其他非流动负债为公司2012年9月所发行的2.7亿元短期融资券,期限为365天,票面年利率为6.50%。

2012年公司成功发行6.3亿元公司债券,导致当期非流动负债大幅增长,非流动负债占比明显提升。截至2013年3月末,公司有息负债共计约24亿元,规模较大,未来面临较大的本息偿付压力。

表 8 近两年又一期公司主要负债构成情况 (单位: 万元)

项目	2013年3月		2012年		2011年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
短期借款	151,855.93	46.05%	152,041.77	46.22%	151,904.46	52.81%
应付账款	37,131.00	11.26%	28,607.60	8.70%	27,493.31	9.56%
预收款项	41,068.27	12.45%	42,966.08	13.06%	45,999.98	15.99%
其他流动负债	28,028.34	8.50%	27,616.23	8.40%	51,501.31	17.91%
流动负债合计	263,358.41	79.86%	258,598.61	78.62%	283,680.38	98.63%
应付债券	62,288.11	18.89%	62,195.26	18.91%	-	-
非流动负债合计	66,433.70	20.14%	70,322.83	21.38%	3,946.08	1.37%
负债总额	329,792.11	100.00%	328,921.44	100.00%	287,626.47	100.00%

资料来源: 公司提供

从偿债能力指标来看,跟踪期内,随着公司外部融资规模的增长,公司资产负债率持续上升,截至2013年3月末,公司资产负债率已达到57.79%。2012年公司利息支出有较大幅度的增长,因此当年度的EBITDA利息保障倍数持续下降。由于公司“整体改造、优化升级项目”所需资金较多,且近年的经营活动现金流量表现不佳,因此预计未来一段时间内,公司仍将较多的依靠外部融资活动筹集资金,负债规模可能持续上升,公司的财务安全性也将受到一定影响。

表 9 近两年又一期公司偿债能力指标 (单位: 万元)

项目	2013年3月	2012年	2011年
资产负债率	57.79%	57.54%	54.36%
流动比率	1.16	1.19	0.98
速动比率	0.73	0.74	0.62
EBITDA (万元)	-	27,302.31	28,525.21
EBITDA 利息保障倍数	-	2.00	2.77

资料来源: 公司提供

五、担保分析

跟踪期内，担保方常山集团整体经营状况较为稳定，营业收入持续增长，常山集团所拥有的土地资产及房产市场价值较高。

但我们同时也关注到，跟踪期内，国际经济环境尚未好转、国内外棉花价差持续扩大等因素使得我国纺织行业持续低迷，常山集团纺织主业的盈利能力持续下滑；其控股子公司常山股份未来仍须支付大量投资金额用于支持“整体改造、优化升级项目”计划实施；常山集团的经营活动持续表现为净流出状态，导致其面临较大的营运资金压力；常山集团毛利率水平持续下滑，而期间费用率则持续上升，毛利率难以覆盖期间费用率；常山集团盈利能力相对较差，利润总额主要来源于政府补助以及土地房屋征收补偿；常山集团负债快速增长，有息负债规模较大，未来面临较大的本息偿付压力。

表 10 2011-2012 年担保方主要财务指标

项目	2012 年	2011 年
总资产（万元）	820,077.81	779,391.65
归属于母公司所有者权益（万元）	215,878.46	211,175.39
资产负债率	58.53%	57.05%
流动比率	1.22	1.06
速动比率	0.85	0.76
营业收入（万元）	619,519.70	582,136.50
营业外收入（万元）	17,988.69	13,218.86
营业利润（万元）	-15,786.10	-8,670.01
利润总额（万元）	1,744.61	4,239.74
综合毛利率	5.90%	5.83%
总资产回报率	1.78%	1.67%
利息保障倍数	1.04	1.36
经营活动现金流净额（万元）	-17,605.41	-17,668.67

资料来源：常山集团提供

六、评级结论

跟踪期内，受环境影响，公司调整了业务结构，棉花贸易和服装床品的业务增幅较大，公司营业收入增长较多；公司“整体改造、优化升级项目”计划顺利推进，随着未来搬迁的完成以及中高端产品的产能将逐步增加，公司产品竞争力和毛利率水平有望得到一定提升；

公司获得当地政府支持力度较大，跟踪期内持续获得政府支付的土地出让款和政府补助；担保方经营状况整体较为稳定，营业收入持续上升，所拥有的土地资产及房产市场价值较高。

但我们也同时关注到，跟踪期内，国际经济环境尚未好转、国内外棉花价差持续扩大等因素使得我国纺织行业持续低迷，公司纺织主业的盈利能力有所下滑；未来公司仍须支付大量投资金额用于支持“整体改造、优化升级项目”计划实施，将面临较大的阶段性资金压力；公司的经营活动持续表现为净流出状态，导致其面临较大的营运资金压力；公司毛利率水平下降，而期间费用率则持续上升，毛利率难以覆盖期间费用率；公司盈利能力相对较差，利润总额主要来源于政府补助以及土地房屋征收补偿；公司负债快速增长，有息负债规模较大，未来面临较大的本息偿付压力。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA-，本期债券信用等级AA，评级展望调整为负面。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2013年3月	2012年	2011年
货币资金	53,379.16	81,251.84	62,285.03
交易性金融资产	0.00	0.00	163.50
应收票据	5,874.85	5,270.82	3,536.81
应收账款	12,757.34	6,256.22	8,106.32
预付款项	113,910.77	93,111.70	96,389.80
应收利息	138.20	87.32	206.61
其他应收款	4,867.73	5,902.22	5,760.19
存货	115,409.03	115,556.90	100,389.24
其他流动资产	211.89	211.89	211.89
流动资产合计	306,548.96	307,648.90	277,049.40
可供出售金融资产	1,506.23	1,579.78	1,432.68
长期股权投资	3,865.26	3,865.26	4,327.66
投资性房地产	18,274.71	18,394.99	18,876.07
固定资产	159,322.35	166,720.33	149,773.72
在建工程	56,199.11	49,297.47	60,549.69
工程物资	9.89	20.18	9.83
固定资产清理	3,724.84	2,848.69	1,327.85
无形资产	20,221.09	20,333.91	15,076.48
长期待摊费用	206.71	221.43	36.16
递延所得税资产	833.41	755.76	651.82
非流动资产合计	264,163.61	264,037.79	252,061.96
资产总计	570,712.57	571,686.69	529,111.36
短期借款	151,855.93	152,041.77	151,904.46
应付票据	2,000.00	2,000.00	0.00
应付账款	37,131.00	28,607.60	27,493.31
预收款项	41,068.27	42,966.08	45,999.98
应付职工薪酬	1,268.09	1,701.69	1,345.23
应交税费	-1,559.23	-4,018.63	-82.85
应付利息	272.65	4,226.16	186.27
应付股利	46.84	46.84	46.84
其他应付款	3,246.52	3,410.86	5,285.82
其他流动负债	28,028.34	27,616.23	51,501.31
流动负债合计	263,358.41	258,598.61	283,680.38
长期借款	1,023.50	1,023.50	1,294.30
应付债券	62,288.11	62,195.26	0.00

递延所得税负债	248.07	266.46	229.69
其他非流动负债	2,874.01	6,837.61	2,422.10
非流动负债合计	66,433.70	70,322.83	3,946.08
负债合计	329,792.11	328,921.44	287,626.47
实收资本(或股本)	71,886.10	71,886.10	71,886.10
资本公积金	111,859.64	111,914.80	111,804.48
盈余公积金	18,272.40	18,272.40	18,134.50
未分配利润	38,841.77	40,630.78	39,592.37
归属于母公司所有者权益合计	240,859.91	242,704.09	241,417.44
少数股东权益	60.55	61.17	67.45
所有者权益合计	240,920.46	242,765.25	241,484.89
负债和所有者权益总计	570,712.57	571,686.69	529,111.36

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年
一、营业总收入	160,632.72	502,251.42	470,488.36
营业收入	160,632.72	502,251.42	470,488.36
二、营业总成本	167,633.49	514,970.77	473,511.01
营业成本	155,057.19	476,639.94	444,926.82
营业税金及附加	131.94	1,771.73	1,621.96
销售费用	1,291.18	5,928.02	5,730.99
管理费用	7,891.31	17,505.96	13,050.66
财务费用	2,959.19	11,923.00	7,989.97
资产减值损失	302.68	1,202.12	190.61
其他经营收益	0.00	526.62	327.54
公允价值变动净收益	0.00	15.73	-15.73
投资净收益	0.00	510.89	343.27
三、营业利润	-7,000.77	-12,192.73	-2,695.11
加：营业外收入	5,214.99	14,085.24	8,965.33
减：营业外支出	0.58	301.95	70.64
其中：非流动资产处置净损失	0.00	278.66	43.29
四、利润总额	-1,786.35	1,590.56	6,199.58
减：所得税	3.27	420.53	480.59
五、净利润	-1,789.63	1,170.03	5,718.99
减：少数股东损益	-0.62	-6.28	-9.41
归属于母公司所有者的净利润	-1,789.01	1,176.31	5,728.40

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	180,628.09	554,643.38	574,701.00
收到的税费返还	2,935.62	5,378.33	3,888.77
收到其他与经营活动有关的现金	534.15	7,153.11	4,936.05
经营活动现金流入小计	184,097.86	567,174.82	583,525.81
购买商品、接受劳务支付的现金	179,029.42	509,518.75	535,408.98
支付给职工以及为职工支付的现金	16,873.20	50,395.36	47,599.64
支付的各项税费	1,547.59	15,884.32	15,968.14
支付其他与经营活动有关的现金	644.20	3,493.60	2,522.38
经营活动现金流出小计	198,094.41	579,292.04	601,499.15
经营活动产生的现金流量净额	-13,996.55	-12,117.22	-17,973.33
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	0.00	10,000.00	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	814.22	428.38
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1.19	15,104.61	16,545.06
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	383.93
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	539.59
投资活动现金流入小计	1.19	25,918.82	17,896.97
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5,075.55	15,397.64	37,765.40
投资支付的现金	0.00	10,000.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	260.47
投资活动现金流出小计	5,075.55	25,397.64	38,025.87
投资活动产生的现金流量净额	-5,074.37	521.18	-20,128.90
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	37,791.86	215,481.14	226,105.68
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	27,744.75	51,954.06
发行债券收到的现金	0.00	61,992.00	0.00
筹资活动现金流入小计	37,791.86	305,217.89	278,059.74
偿还债务支付的现金	37,977.70	215,614.64	220,421.40
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6,573.38	9,590.05	11,597.01
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	50,131.26	41,215.15
筹资活动现金流出小计	44,551.08	275,335.95	273,233.57

筹资活动产生的现金流量净额	-6,759.23	29,881.94	4,826.17
四、汇率变动对现金的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	-25,830.15	18,285.91	-33,276.06
期初现金及现金等价物余额	73,387.40	55,101.49	88,377.55
期末现金及现金等价物余额	47,557.25	73,387.40	55,101.49

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2012年	2011年
净利润	1,170.03	5,718.99
加：资产减值准备	1,202.12	190.61
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	12,862.26	12,289.96
无形资产摊销	349.16	505.34
长期待摊费用摊销	20.75	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-10,028.40	-7,208.82
固定资产报废损失	0.00	14.82
公允价值变动损失	-15.73	15.73
财务费用	12,479.57	9,530.33
投资损失	-510.89	-343.27
递延所得税资产减少	-103.94	209.98
递延所得税负债增加	0.00	-11.93
存货的减少	-15,258.81	-24,747.79
经营性应收项目的减少	-6,403.87	-37,542.36
经营性应付项目的增加	-7,879.47	23,405.06
经营活动产生的现金流量净额	-12,117.22	-17,973.33
现金的期末余额	73,387.40	55,101.49
减：现金的期初余额	55,101.49	88,377.55
现金及现金等价物净增加额	18,285.91	-33,276.06

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$
	产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三：展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息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或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。