

河南新野纺织股份有限公司

2017 年面向合格投资者公开发行
公司债券 2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【232】号 01

债券简称：
17 新野 01
债券剩余规模：
0.02 亿元
债券到期日期：
2022 年 07 月 26 日
债券偿还方式：
每年付息一次，到期一
次还本，附第 2 年末和
第 4 年末公司调整票面
利率选择权和投资者回
售选择权

分析师

姓名：
马琳丽 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
mall@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
纺织制造企业主体长期
信用评级方法，该评级
方法已披露于中证鹏元
官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

河南新野纺织股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发 行公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 06 月 18 日	2019 年 06 月 04 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对河南新野纺织股份有限公司（股票代码：002087，以下简称“公司”）及其 2017 年 7 月 26 日面向合格投资者公开发行的公司债券（以下简称“17 新野 01”或“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司经营较为稳定，现金流表现较好，且公司继续享受税收优惠和政府补贴。同时中证鹏元也关注到，棉花价格波动不利于公司成本控制，公司资产质量一般，有息债务规模较大且以短期为主，面临较大短期偿债压力以及一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司经营较为稳定，现金流表现较好。公司深耕棉纺行业多年，在行业内拥有一定声誉和影响力。2019 年公司实现营业收入 57.32 亿元，经营活动现金表现较好。
- 公司继续享受税收优惠和政府补贴。近年公司相继在新疆投资 20 多亿元，整合了棉花收购、棉花加工、纺纱产业链，国家及自治区的政策优势、一带一路的区位优势给公司带来了叠加的投资效应，公司继续享受出口退税及部分子公司免征企业所得税等多项税收优惠政策，减轻了公司税负压力，且 2019 年公司收到政府补助合计 1.67 亿元，对公司利润形成有益补充。

关注:

- **棉花在公司生产成本中占比较大，其价格波动不利于公司成本控制。**棉花在公司生产成本中约占 70%，其价格受到种植面积、气候条件、经济周期变化和游资炒作等因素影响较大，虽然自 2018 年 5 月以来棉花价格进入下行周期，对棉纺行业形成一定利好，但若未来棉花价格继续大幅波动，仍将对公司成本管控形成一定挑战。
- **公司在建项目面临一定资金压力，此外高档针织面料和在建项目后续产能消化及预期收益尚待观察。**截至 2020 年 3 月末，公司在建的新发棉业二期生产线项目、拟建的高档纺熔复合非织造布项目尚需投资合计约 7.2 亿元，未来若按计划继续投入，将给公司带来一定资金压力。公司高档针织面料项目总投资为 4.56 亿元，设计年产能 2 万吨，于 2019 年投产。目前纺织服装行业面临较大的发展压力，且高档针织面料对于公司而言属于新业务领域，其产能消化及预期收益有待观察。
- **公司应收账款和存货对营运资金的占用较多，需关注应收账款损失及存货跌价风险。**截至 2019 年末，公司应收账款为 7.82 亿元，存货为 27.11 亿元，规模较大；当期公司计提坏账损失 0.15 亿元、存货减值损失 0.94 亿元，需持续关注公司应收账款坏账及存货跌价风险。此外 2019 年末公司受限资产合计 28.09 亿元，占期末总资产的 29.40%，资产流动性较弱。
- **公司有息债务规模较大且以短期为主，短期偿债压力较大。**截至 2020 年 3 月末，公司有息债务规模为 36.93 亿元，其中短期有息债务占比达 94.35%；同期末公司流动比率和速动比率分别为 1.21 和 0.61，公司短期偿债能力指标表现较弱，短期偿债压力较大。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2020 年 3 月末，公司对外担保金额为 6.45 亿元，占期末净资产的比重为 15.09%，且被担保企业多属于传统制造业，部分为民营企业，经营情况易受宏观经济影响，公司面临一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）:

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	916,899.06	955,499.31	976,069.57	911,819.89
归属于母公司所有者权益合计	419,108.56	412,831.59	390,487.04	327,474.50
有息债务	369,310.82	417,846.56	501,581.40	470,996.68
资产负债率	53.37%	55.91%	59.21%	64.09%
流动比率	1.21	1.17	1.24	1.91
速动比率	0.61	0.62	0.64	1.10
营业收入	105,904.99	573,204.39	605,988.93	519,520.21

营业利润	7,421.76	33,518.75	42,102.62	30,888.36
净利润	6,297.43	28,200.71	38,886.86	29,308.92
综合毛利率	18.72%	19.65%	17.46%	17.28%
总资产回报率	-	5.68%	7.11%	6.22%
EBITDA	-	81,215.92	92,798.56	75,803.58
EBITDA 利息保障倍数	-	3.60	3.88	3.57
经营活动现金流净额	6,338.86	111,427.57	15,050.82	10,629.70

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]490号文核准，公司于2017年7月26日面向合格投资者公开发行“17新野01”，募集资金人民币3亿元。本期债券募集资金用途为偿还公司债务，根据公司2019年年度报告披露，募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2019年公司名称及主营业务未发生变更，截至2020年3月末，公司股本为816,794,335股，其中新野县财政局持股比例为27.30%，仍为公司控股股东及实际控制人，新野县财政局持有公司股份中，110,500,000股已质押，占其所持公司股份的49.56%。截至2020年3月末，公司前十大股东情况如下表所示。

表 1 截至 2020 年 3 月末公司前十大股东情况

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例
1	新野县财政局	222,960,192	27.30%
2	新野县供销合作社联合社	11,995,800	1.47%
3	新野县棉麻集团公司	10,759,440	1.32%
4	黄泽坤	5,004,855	0.61%
5	陈少俊	4,876,000	0.60%
6	蔡帆	4,530,000	0.55%
7	龚纪全	3,770,000	0.46%
8	毛韦明	2,500,000	0.31%
9	柴军辉	2,453,100	0.30%
10	毛菊英	2,381,200	0.29%

资料来源：公司 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

2019年公司注销1家子公司，截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司为11家，详见附录二。

表 2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况

跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入合并原因
阿拉山口字华纺织科技有限公司	100.00%	30,000 万元	针纺织品，棉纱的加工及销售	注销

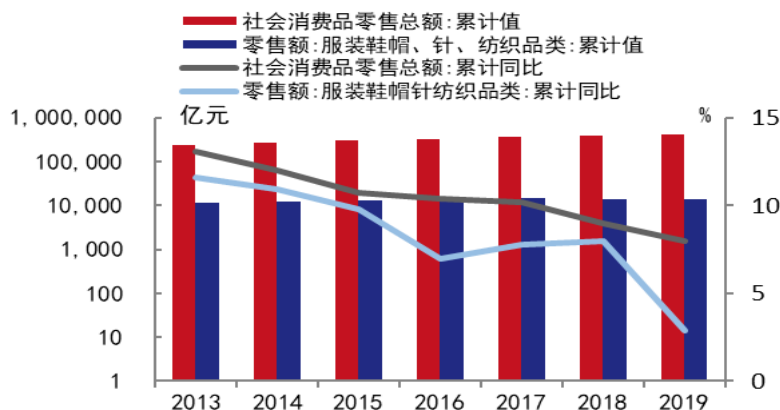
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、运营环境

国内宏观经济增速放缓，服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速显著下滑；同时，受 COVID-19 疫情影响，居民收入受损，食品、医疗等消费支出压力加大，短期内会对纺织品及衣着消费造成一定冲击

我国宏观经济增速持续放缓，2019 年全年国内生产总值同比增长 6.1%，增速较 2018 年下降 0.6 个百分点。分季度来看，一至四季度 GDP 同比增速分别为 6.4%、6.2%、6.0% 和 6.0%，经济下行压力仍然较大。消费方面表现为我国社会消费品零售总额增速持续放缓，2019 年下滑至 8.0%，较 2018 年下降 0.98 个百分点。细分来看，服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速下降更为明显，2019 年下滑至 2.90%，较 2018 年下降 5.11 个百分点。

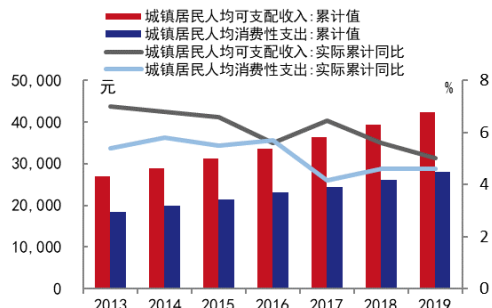
图 1 服装鞋帽针纺织品类限额以上零售额增速显著下滑



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

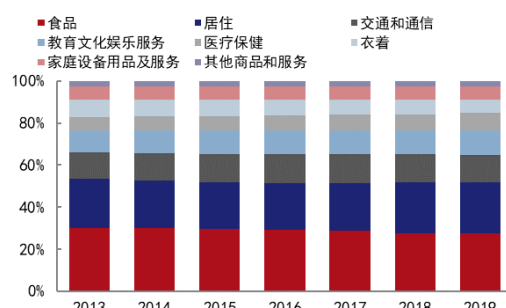
国内服装家纺市场需求增长动力较弱。近年来，我国城镇居民人均可支配收入增速整体呈下降趋势，2019 年为 5.00%，较 2018 年下降了 0.60 个百分点。2017 年我国城镇居民人均消费性支出增速降幅较大，较 2016 年下降了 1.55 个百分点，2018 和 2019 年略有回升，2019 年为 4.60%，与 2018 年持平。从消费结构来看，食品和居住为我国居民最主要的两个消费方向，近年来合计占比均在 50% 以上，同时居住消费占比仍在逐年增加。随着居民生活水平的提升及消费观念的变化，教育文化娱乐服务和医疗保健消费占比呈增长趋势，2019 年两者合计占比为 19.99%，较 2018 年增加了 0.77 个百分点。在上述因素影响下，我国居民衣着消费占比不断被压缩，2019 年为 6.53%，较 2018 年和 2013 年分别下降了 0.39 和 1.87 个百分点。

图2 城镇居民人均可支配收入增速下行



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图3 居民衣着消费占比不断被压缩

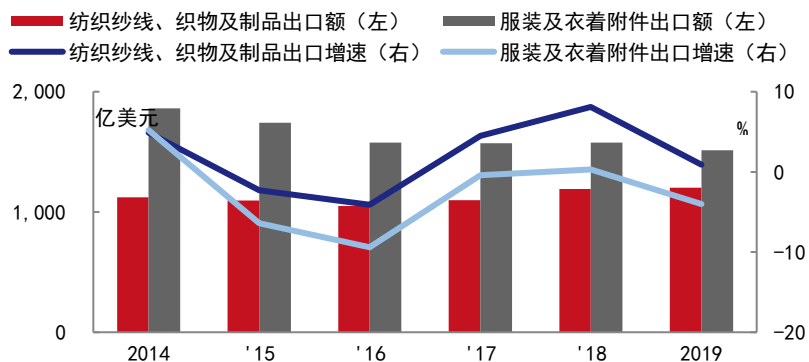


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2019年世界经济增速放缓以及中美贸易摩擦导致我国纺织原料及纺织制品出口增速再次转负，2020年疫情在世界范围内蔓延，短期内将对我国服装家纺行业出口产生重大冲击

2019年欧美等地需求疲软，对外贸易承压，出口的不确定影响因素增多，纺织业终端产品出口呈显著放缓态势。2019年我国纺织纱线、织物及制品出口1,201.99亿美元，同比增长0.9%；服装出口1,513.68亿美元，同比下降4.0%，上游纺织产品仅微幅增长，服装等终端产品呈显著下降，出口压力较大。

图4 服装纺织出口端压力较大



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

分地区来看，对美国出口严重下滑，对新兴市场国家出口仍保持增长。2019年我国前五大出口市场仍为美国、日本、越南、香港及俄罗斯。对美出口方面，2019年美方将2,000亿美元产品（主要为纺织品）加征关税税率从10%提升到25%，还针对我国出口美国的重点商品服装和家用纺织品加征15%的关税，造成当年我国纺织品服装对美国出口严重下滑，全年对美国出口额为452.1亿美元，下降7.7%，为近10年来最大降幅，其中，纺织品出口额下降9.1%，服装出口额下降7.1%。在当前承接我国纺织产业转移的地区中，东盟处于较为成熟和稳定的发展阶段，通过与我国产业间融合协作，逐步从单一的下游产品加工过渡到参与上游产品的生产，2019年我国对东盟出口额增长2.3%，出口商品中纱线、面料分别增

长1.7%和4%，但服装出口额有所下降。

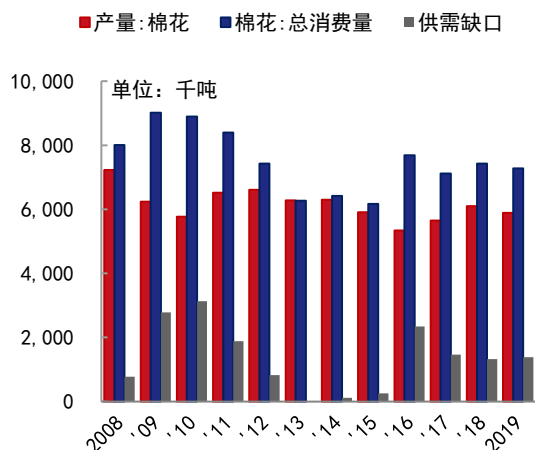
考虑到疫情已在世界范围内蔓延且部分主要国家疫情仍未得到有效控制，国际贸易和世界经济将遭受严重冲击，短期内我国服装家纺行业出口压力将进一步加大。

成本端来看，预计短期内棉价走势维持底部震荡

国内棉花产量保持平稳，产需缺口小幅增加。2019年国内棉花产量为588.9万吨，较上年小幅下降，消费量为727.5万吨，产需缺口为138.6万吨，产需缺口小幅增加；国储棉投放在一定程度上缓解了棉花供需缺口，2019年中央储备棉轮出自5月5日挂牌交易至9月30日结束，累计挂牌销售储备棉116.2万吨。

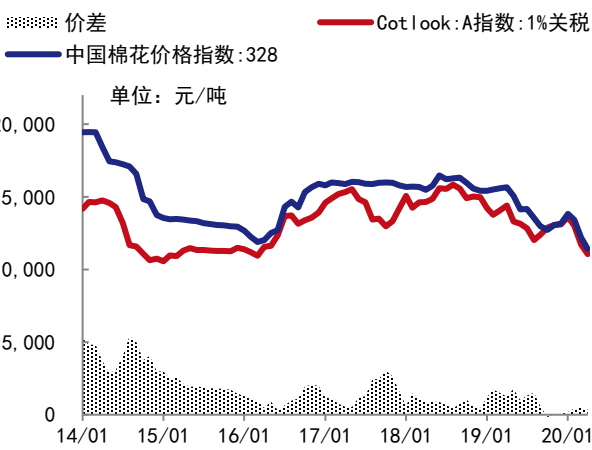
2019年5月以来，国内棉花价格持续下跌，至2020年4月末，累计跌幅接近25%。从短期来看，疫情对棉纺织产业链企业外贸接单和补库积极性均带来较大影响，市场棉花资源供应充足，下游坯布市场需求4-5月份压力仍然较大，棉价预计总体维持底部震荡。从纺织品出口及内销方面，同比下降幅度有所缩窄，棉纺行业二季度总体仍旧承压，但市场存有转好迹象，加之国家政策方面出现积极势头，预计棉价走势维持底部震荡。

图5 棉花产量缺口小幅增加



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图6 预计短期内棉价低位震荡

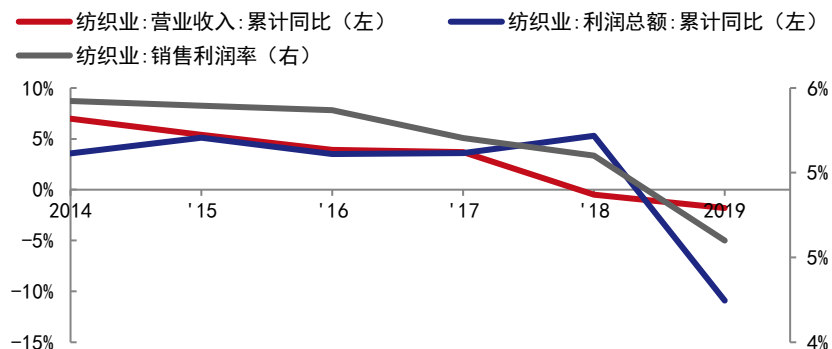


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

纺织行业盈利压力显著增加，上市公司利润大幅下降，预计短期内经营压力较大

2019年纺织业规模以上企业实现营业收入49,436.4亿元，同比减少1.5%，增速低于上年4.4个百分点；实现利润总额2,251.4亿元，同比减少11.6%，增速低于上年19.6个百分点；销售利润率为4.6%，较上年下降0.6个百分点。纺织行业盈利压力显著增加，产业链多数环节效益持续承压，2020年一季度，规模以上纺织企业实现营业收入8,318.8亿元，同比减少25.4%；实现利润总额218.1亿元，同比大幅减少44.2%；规模以上企业营业收入利润率仅为2.6%。

图7 纺织业盈利压力显著增加



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

从上市公司来看, 2019年Wind纺织行业上市公司营业收入同比增长1.35%、净利润同比下降4.74%, 上市公司中近一半公司收入下滑, 利润表现整体不佳。2019年行业上市公司平均毛利率和净利率分别为18.69%和8.68%, 亦下降明显。2020年一季度, 纺织行业上市公司收入、净利增速分别为-25.51%和-41.08%, 较上年同期大幅下降32.10和61.71个百分点。

2020年以来受疫情等因素影响, 纺织业上市公司收入、利润均大幅下降, 且由于纺织制造板块位于产业链上游, 终端的影响存在一定延迟性, 预计2020年二季度大量纺织企业仍将面临订单不足、效益下滑、资金链紧张等困难。

四、经营与竞争

公司深耕棉纺织行业多年, 且近年持续在新疆投资并扩充产能, 现已拥有棉花、纺纱、织造、染整等较为完整的产业链。跟踪期内, 公司主营业务仍然是棉纺织品的加工与销售, 主要产品为坯布面料系列产品及纱线系列产品; 同时公司根据棉花市场行情及自身棉花余缺情况开展棉花销售业务。2019年公司纱线销售有所减少, 使得公司整体实现营业收入同比小幅下降。毛利率方面, 纱线、坯布均有所提升, 受益于此, 公司整体销售毛利率有所提高。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况 (单位: 万元)

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
纱线	357,686.46	20.57%	381,988.50	18.70%
坯布及面料	160,084.74	21.33%	149,483.71	18.64%
色织面料	0.00	-	856.25	11.91%

原棉	53,434.46	5.40%	71,326.07	5.71%
其他	1,998.74	100.00%	2,334.39	100.00%
合计	573,204.39	19.65%	605,988.93	17.46%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司坯布面料产销量保持增长，但受订单影响，纱线销量有所下降

公司拥有本部、新疆宇华纺织科技有限公司（以下简称“宇华纺织”）、新疆锦域纺织有限公司（以下简称“锦域纺织”）、阿克苏新发棉业有限责任公司（以下简称“新发棉业”）4处生产基地，其中公司本部生产产品包括棉纱、棉布，其他三处生产基地均位于新疆，生产棉纱。公司产品以按订单生产为主，并根据客户的实际需求和自身产品的定位，调整产品结构。跟踪期内，公司纺纱产能未发生变化，坯布面料产能增至17,000.00万米/年。公司本部高档针织面料项目于2018年6月完工，年产能为2万吨。

表 4 截至 2019 年末公司生产基地情况

基地名称	产品	产能情况		
		坯布面料 (万米/年)	纱线 (吨/年)	针织面料 (吨/年)
公司本部	棉纱、棉布	17,000.00	127,000.00	20,000.00
宇华纺织	棉纱	-	53,000.00	-
锦域纺织	棉纱	-	40,000.00	-
新发棉业	棉纱	-	5,000.00	-
合计	-	17,000.00	225,000.00	20,000.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从生产情况看，2019年公司坯布及面料产量继续保持小幅提升，纱线产量有所减少，但整体产能利用率仍保持在较高水平。

从销售情况来看，由于公司主要以按订单生产为主，近年公司均保持较高产销率，2019年公司坯布及面料销量同比增长，但纱线销量略有下滑。从产品售价来看，公司纱线及坯布销售均价同比均保持稳定。从毛利率情况来看，纱线、坯布产品毛利率有所上升，主要受益于棉花价格维持低位平稳运行，有利于公司产品成本控制。

表 5 公司产品产能利用及产销情况

产品名称	项目	2019 年	2018 年
坯布及面料	产能（万米/年）	17,000.00	15,700.00
	产量（万米）	16,897.00	15,679.52
	产能利用率	99.39%	99.87%
	销量（万米）	16,704.40	15,719.76
	产销率	98.86%	100.26%
	销售均价（元/米）	9.58	9.51

纱线	产能(万吨/年)	22.50	22.50
	产量(万吨)	21.40	22.00
	产能利用率	95.13%	97.78%
	销量(万吨)	17.89	18.78
	自用转织(万吨)	2.86	3.05
	产销率	96.94%	99.23%
	销售均价(万元/吨)	2.00	2.03

注：公司纱线产能为年均产能；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司本部高档针织面料项目2019年已投产，公司列入坯布及面料大类统计，该部分面料2019年产销量均较小，且目前纺织服装行业面临较大的经营压力，且高档针织面料对于公司而言属于新业务领域，其生产、管理、经营能力有待观察。

分区域来看，公司产品主要销往国内，同时也开展一些出口业务，2019年公司销售额有所下降，主要是国内销售下滑所致，出口仍然小幅增长。

表 6 公司产品销售地域分布情况（单位：万元）

地区	2019 年		2018 年	
	金额	比重	金额	比重
中国大陆	521,643.15	91.00%	561,173.67	92.60%
出口	51,561.24	9.00%	44,815.26	7.40%
合计	573,204.39	100.00%	605,988.93	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品销售采取先发货后收款的方式，部分长期合作客户的账期较长，但一般不超过2个月。近年来，公司与下游重点客户保持了较好的合作关系并不断开发新客户。2019年，公司前五大客户销售收入占公司营业收入的比重分别为7.93%，公司客户集中度不高，有利于分散经营风险。

表 7 公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占营业收入的比重
2019 年	南通中实纺织交易市场有限公司	11,126.22	1.94%
	临清三和纺织集团有限公司	10,232.15	1.79%
	临猗县鑫得利纺织印染有限公司	8,416.86	1.47%
	浙江物产中大供应链服务有限公司	7,865.75	1.37%
	福建瀚海实业有限公司	7,773.61	1.36%
	合计	45,414.60	7.93%
2018 年	汕头潮南区金利鹏布业有限公司	11,933.95	1.97%
	临猗县鑫得利纺织印染有限公司	11,528.94	1.90%

	临清三和纺织集团有限公司	5,540.02	0.91%
	石狮市永利兴纺织工贸有限公司	5,350.31	0.88%
	英德市实益长丰有限公司	4,907.60	0.81%
	合计	39,260.81	6.47%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司棉花采购均价有所下降，原材料成本有所下降，但棉花价格仍面临一定波动，需关注公司成本控制情况

公司生产所用的主要原材料为棉花，棉花在公司产品的生产成本中约占70%，棉花主要采购自国内。2019年公司皮棉采购量略有减少。价格方面，国内外皮棉采购均价均有所下降，有利于公司成本控制，当年公司主要产品毛利率均有小幅提升。

由于国内棉花价格易受到种植面积、气候条件、经济周期变化和游资炒作等因素影响，波动较大，公司成本控制存在一定难度，若未来棉花价格剧烈波动，将对公司产品销售情况和盈利能力造成一定影响。

表 8 公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

原材料	2019 年		2018 年	
	数量	均价	数量	均价
皮棉	267,956	13,085	280,331	14,089
其中：国外采购	20,759	11,421	30,152	12,564
国内采购	247,197	13,225	250,179	14,273

注：公司每年另有从棉农处采购的籽棉，后续加工后形成生产所用皮棉

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除国网河南省电力公司新野县供电公司向公司供应电力以外，公司主要供应商为棉花供应商，公司棉花主要采购自新疆皮棉企业，2019年公司前五大供应商采购规模占公司采购总额的27.02%，同比小幅下降。

表 9 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占当期采购总额的比例	主要采购物
2019 年	新疆阿拉尔鹏祥棉麻有限公司	32,811.55	7.87%	棉花
	国网河南省电力公司新野县供电公司	30,953.38	7.42%	电力
	中华棉花集团有限公司	17,937.95	4.30%	棉花
	中国储备棉管理有限公司	16,458.70	3.95%	棉花
	昌吉金西域棉业有限公司玛纳斯县分公司	14,520.13	3.48%	棉花
	合计	112,681.72	27.02%	-
2018 年	新疆生产建设兵团棉麻有限公司	52,693.76	10.68%	棉花
	国网河南省电力公司新野县供电公司	29,163.90	5.91%	电力

	中国储备棉管理有限公司	28,695.19	5.82%	棉花
	巴州鸿泰棉业有限公司	27,945.35	5.66%	棉花
	昌吉金西域棉业有限公司玛纳斯县分公司	18,720.91	3.79%	棉花
	合计	157,219.12	31.87%	-

资料来源：公司提供

目前公司在建项目主要是新发棉业二期生产线项目，该项目拟建设一条16.5万锭棉纺生产线，预计总投资6.10亿元，截至2020年3月末已投资1,245.42万元。此外公司拟建设年产2.5万吨高档纺熔复合非织造布项目，预计总投资1.20亿元，项目预计建设周期6个月，于2020年9月底投产，根据可研报告，项目建成后正常年份可生产2.5万吨纺熔复合非织造布，年均可实现销售收入42,500万元，利润总额3,190万元。公司2018年开工建设的牛仔布项目已经暂停，公司对前期投入的启动资金约88万元拟转入费用。

考虑到公司在建拟建项目尚需投资仍有一定规模，若未来上述项目按计划持续投入，将给公司带来一定资金压力。

表 10 截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设内容	计划总投资	已投资	资金来源
新发棉业二期生产线	建设一条 16.5 万锭棉纺生产线	61,000.00	1,245.42	自筹

资料来源：公司提供

公司根据新野县政府关于老城区工业企业“退城入园”项目建设的要求，拟逐步将生产厂区整体搬迁至新野县工业园区内，公司共支付老厂区土地由工业用地变更为商住用地土地出让金合计5.58亿元（不含契税），并收到搬迁补偿款5.11亿元。截至2020年3月末，公司老厂区仍未搬迁到工业园。

公司继续享受政府税收优惠及补贴政策，对公司利润形成有益补充

公司目前享受多项税收优惠政策，公司出口产品享受增值税退税政策，出口退税率为13%；同时由于部分子公司在新疆经营，享受当地相关税收优惠，包括免征房产税及城镇土地使用税、免征企业所得税等；公司自新疆采购的棉花、生产并销往内地的棉纱享受中央财政出疆棉纱补贴等补贴政策。2017年公司被河南省评为高新技术企业并享受税收优惠。

2019年公司收到政府补助合计1.67亿元，计入当期利润1.55亿元。但需要关注的是，税收优惠政策主要取决于国家政策，未来持续性存在一定不确定性。

表 11 2019 年公司收到的政府补助情况（单位：万元）

种类	金额	计入当期利润的金额	入账方式
出疆棉运费补贴	3,734.82	3,734.82	冲减销售费用
出疆棉纱运费补贴	7,503.43	7,503.43	冲减销售费用
生产用棉补贴和水电费补贴	2,769.73	2,769.73	冲减营业成本

土地出让金返还	685.00	-	无形资产
社保补贴、绿化补贴	684.99	684.99	冲减管理费用
生产线建设补贴	534.00	-	递延收益
创业发展贴息	500.00	500.00	其他收益
研发补贴	150.00	150.00	其他收益
金融业发展专项补助	100.00	100.00	营业外收入
金融工作专项奖金	50.00	50.00	营业外收入
2018年扶持奖	30.00	30.00	营业外收入
其他	2.60	2.60	营业外收入
合计	16,744.58	15,525.58	-

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年、2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制，2019年注销1家子公司，截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司为11家，详见附件二。

资产结构与质量

公司应收账款、存货规模较大，对营运资金的占用较多，应收账款面临坏账风险，存货面临跌价风险

截至2020年3月末，公司资产规模91.69亿元，其中流动资产占比58.86%。2019年末公司货币资金为7.84亿元，其中使用受到限制的其他货币资金4.32亿元。截至2019年末，公司应收账款7.82亿元，账龄一年以上的占比为17.89%，当期公司计提坏账损失1,454.66万元，期末坏账准备余额6,406.71万元，公司应收账款账龄有所增加且计提坏账损失增加，需关注公司应收账款减值风险。公司预付款项主要是预付原材料采购款，2019年末账面价值为12.39亿元，同比有所增长，系预付棉花采购款增加所致；预付金额前五名占比为26.86%，预付款项集中度较上年有所下降。截至2019年末，公司存货主要包括原材料10.66亿元及产成品16.41亿元，其中产成品同比显著增长；公司2019年对原材料计提跌价准备0.94亿元，考虑到期末库存原材料、产成品规模均较大，且产成品对棉花价格变化较为敏感，需持续关注公司存货的跌价风险；此外公司存货中1.55亿元已用于质押融资。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	48,479.38	5.29%	78,382.20	8.20%	93,439.99	9.57%
应收账款	81,619.39	8.90%	78,228.33	8.19%	73,685.54	7.55%
预付款项	122,317.50	13.34%	123,858.49	12.96%	94,293.38	9.66%
存货	266,928.06	29.11%	271,104.26	28.37%	280,533.21	28.74%
流动资产合计	539,724.79	58.86%	574,457.09	60.12%	573,573.50	58.76%
固定资产	275,799.38	30.08%	281,692.15	29.48%	298,230.44	30.55%
无形资产	79,914.17	8.72%	80,304.76	8.40%	77,614.46	7.95%
非流动资产合计	377,174.27	41.14%	381,042.23	39.88%	402,496.07	41.24%
资产总计	916,899.06	100.00%	955,499.31	100.00%	976,069.57	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司固定资产主要是生产经营所用的机器设备及房屋建筑物等，2019年末账面价值 28.17 亿元，其中 14.77 亿元的固定资产已用于抵押。无形资产主要是土地使用权，2019 年末账面价值 8.03 亿元，其中 7.46 亿元的无形资产已抵押。

截至 2019 年末，公司受限资产规模合计 28.09 亿元，占期末总资产的 29.40%。受限资产规模较大，公司整体资产流动性较弱。

资产运营效率

营业收入下降使资产运营效率放缓，营运压力有所加大

2019 年公司营业收入小幅下降，且叠加应收账款有所增加，应收票据及应收账款周转天数同比增加至 47.94 天；存货方面，近年公司收入稳中微降，但存货整体呈增加趋势，2019 年公司存货周转天数增加至 215.58 天，存货周转显著放缓，受此影响公司净营业周期增加至 203.66 天，公司营运压力有所增加。资产运营效率方面，受营业收入下降影响，流动资产、固定资产、总资产周转效率均有所下降。

表 13 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收票据及应收账款周转天数	47.94	43.02
存货周转天数	215.58	179.88
应付票据及应付账款周转天数	59.86	36.41
净营业周期	203.66	186.49
流动资产周转天数	360.51	323.36
固定资产周转天数	182.11	173.89
总资产周转天数	606.56	560.77

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入有所下降，且叠加资产减值损失增加，利润有所下降

公司收入主要来源于棉纱、坯布面料及棉花的对外销售，2019年公司实现营业收入57.32亿元，同比小幅下降，主要是纱线销量及收入下降所致。

盈利能力方面，2019年公司综合毛利率19.65%，同比有所提高，主要系棉花价格维持低位运行，公司成本得到较好控制；公司期间费用主要是产品运费、研发费用和利息支出等，2019年公司仍享受运费补助冲减销售费用，期间费用率较为稳定。资产减值方面，2019年公司确认坏账损失1,752.81万元、存货减值损失9,388.10万元，对公司利润形成较大侵蚀，受此影响，2019年公司实现净利润28,200.71万元，同比显著下降。综合来看，公司营业收入下降，且叠加资产减值损失增加，盈利能力有所下降。

2020年一季度，公司营业收入、净利润分别比上年同期下降28.41%、17.65%，主要是由于受疫情影响，公司及上下游企业复工延迟，导致一季度产销量下降，营业收入减少，净利润下滑。

表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	105,904.99	573,204.39	605,988.93
资产减值损失（损失以“-”号填列）	0.00	-9,388.10	4,308.06
信用减值损失（损失以“-”号填列）	-63.39	-1,752.81	0.00
营业利润	7,421.76	33,518.75	42,102.62
利润总额	7,411.74	32,289.41	43,224.29
净利润	6,297.43	28,200.71	38,886.86
综合毛利率	18.72%	19.65%	17.46%
期间费用率	12.83%	11.59%	10.99%
总资产回报率	-	5.68%	7.11%
净资产收益率	-	6.88%	10.72%
营业收入增长率	-28.41%	-5.41%	16.64%
净利润增长率	-17.65%	-27.48%	32.68%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营现金生成能力仍较强，经营性现金流保持净流入

2019年公司实现净利润2.82亿元，有所下降；但非付现费用有所增加，公司FFO为8.70

亿元，同比保持增长，经营现金生成能力仍较强，且由于公司应付款项的大幅增加，2019年公司经营活动现金大幅净流入11.14亿元。

投资活动方面，2019年公司在建项目投资规模减少，投资活动现金净流出仅0.77亿元，较上年显著收缩。但截至2020年3月末，公司在建、拟建项目尚需投资约7.18亿元，未来若按计划继续投入，将给公司带来一定资金压力。

筹资活动方面，2019年公司通过借款收到资金34.41亿元，但归还有息债务大幅增加，筹资活动呈现净流出13.10亿元。

表 15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
净利润	28,200.71	38,886.86
非付现费用	37,522.97	21,330.72
非经营损益	21,259.22	24,580.40
FFO	86,982.90	84,797.98
营运资本变化	24,444.69	-69,747.16
其中：存货减少（减：增加）	40.85	-61,015.90
经营性应收项目的减少（减：增加）	-27,035.36	-13,104.31
经营性应付项目的增加（减：减少）	51,439.20	4,373.05
经营活动产生的现金流量净额	111,427.57	15,050.82
投资活动产生的现金流量净额	-7,704.30	-24,390.71
筹资活动产生的现金流量净额	-130,998.69	-11,491.02
现金及现金等价物净增加额	-27,275.21	-20,829.82

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且以短期为主，面临较大的短期偿债压力

截至2020年3月末，公司负债总额为48.94亿元，较2018年末有所下降。由于公司经营利润的累积，同期末公司所有者权益增加至42.75亿元，产权比率下降至114.46%，权益对债务的保障程度有所提高。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	489,368.34	534,213.08	577,961.03
所有者权益	427,530.72	421,286.23	398,108.54
产权比率	114.46%	126.81%	145.18%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

负债结构方面，近年公司负债结构均以流动负债为主。2019年末公司短期借款余额

29.13亿元，包括抵押借款18.03亿元、保证借款6.38亿元和信用借款4.72亿元。截至2019年末公司应付票据7.30亿元，均为银行承兑汇票，同比大幅增加，系公司使用票据结算增加所致；应付账款2.44亿元，主要是应付供应商原料及设备采购款。公司其他应付款主要是应付往来款项。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款2.60亿元，一年内到期的债券0.20亿元，一年内到期的长期应付款0.47亿元。

2019年末公司长期借款为2.07亿元，全部为质押借款。公司应付债券包括“16新野02”及“17新野01”，2019年末“16新野02”调整至一年内到期的非流动负债后，账面余额合计仅余177.36万元。截至2019年末，公司长期应付款均为专项应付款，金额为15,078.25万元，系搬迁补偿款余款。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	262,047.47	53.55%	291,280.52	54.53%	223,283.00	38.63%
应付票据	59,000.00	12.06%	73,000.00	13.66%	34,998.50	6.06%
应付账款	19,724.12	4.03%	24,445.01	4.58%	20,739.83	3.59%
其他应付款	35,244.11	7.20%	35,282.47	6.60%	6,506.94	1.13%
一年内到期的非流动负债	31,387.25	6.41%	32,688.68	6.12%	151,169.66	26.16%
流动负债合计	444,595.74	90.85%	489,238.10	91.58%	461,098.87	79.78%
长期借款	20,700.00	4.23%	20,700.00	3.87%	6,000.00	1.04%
应付债券	177.60	0.04%	177.36	0.03%	81,438.21	14.09%
长期应付款	15,078.25	3.08%	15,078.25	2.82%	19,920.35	3.45%
其中：专项应付款	15,078.25	3.08%	15,078.25	2.82%	15,228.32	2.63%
非流动负债合计	44,772.61	9.15%	44,974.98	8.42%	116,862.15	20.22%
负债合计	489,368.34	100.00%	534,213.08	100.00%	577,961.03	100.00%
其中：有息债务	369,310.82	75.47%	417,846.56	78.22%	501,581.40	86.78%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着公司应付债券的减少，2019年末公司有息债务规模下降至41.78亿元，2020年一季度，公司偿还部分银行借款，截至2020年3月末，有息债务规模进一步下降至36.93亿元，但有息债务中除少量长期借款及应付债券外，均为短期债务，整体来看公司短期债务压力仍较大。

2019年末公司资产负债率为55.91%，较2018年末下降3.30个百分点；2020年3月末公司资产负债率进一步下降至53.37%。流动比率和速动比率方面，2019年3月末分别为1.21和0.61，短期偿债能力指标表现较弱。受利润下降影响，2019年公司EBITDA下降至8.12亿元，EBITDA利息保障倍数下降至3.60，对有息债务本息覆盖程度略有下降，且由于有息债务

规模较大，以短期为主，公司仍面临较大的短期偿债压力。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	53.37%	55.91%	59.21%
流动比率	1.21	1.17	1.24
速动比率	0.61	0.62	0.64
EBITDA（万元）	-	81,215.92	92,798.56
EBITDA 利息保障倍数	-	3.60	3.88
有息债务/EBITDA	-	5.14	5.41
债务总额/EBITDA	-	6.58	6.23
经营性净现金流/流动负债	-	0.23	0.03
经营性净现金流/负债总额	-	0.21	0.03

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至查询日（2020年4月15日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2020年3月末，公司对外担保金额为6.45亿元，占当期末净资产的比重为15.09%，其中部分被担保企业为民营企业，由于被担保企业多属于传统制造业，经营情况易受宏观经济影响，公司面临一定或有负债风险。

表 19 截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	担保方式	是否有反担保
河南天冠企业集团有限公司	17,000.00	2020年12月31日	保证	互保
河南天冠燃料乙醇有限公司	13,000.00	2020年12月31日	保证	互保
南阳纺织集团有限公司	22,500.00	2020年12月31日	保证	互保
河南华晶超硬材料股份有限公司	12,000.00	2020年11月30日	保证	互保
合计	64,500.00	-	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

公司经营较为稳定，2019年营业收入规模仍较大，经营活动现金流表现较好；公司仍享受出口退税、部分子公司免征企业所得税等税收优惠和政府补贴，减轻了税负压力，并对利润形成有益补充。

但中证鹏元也关注到，棉花在公司生产成本中占比较大，其价格波动不利于公司成本控制；公司在建项目面临一定资金压力；公司资产流动性较弱，有息债务规模较大且以短期为主，短期偿债压力较大；公司对外担保存在一定或有负债风险等风险因素。

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	48,479.38	78,382.20	93,439.99	108,538.26
应收账款	81,619.39	78,228.33	73,685.54	61,822.93
预付款项	122,317.50	123,858.49	94,293.38	91,128.07
存货	266,928.06	271,104.26	280,533.21	219,336.26
固定资产净额	275,799.38	281,692.15	298,230.44	287,192.10
无形资产	79,914.17	80,304.76	77,614.46	69,714.41
总资产	916,899.06	955,499.31	976,069.57	911,819.89
短期借款	262,047.47	291,280.52	223,283.00	156,650.00
应付票据	59,000.00	73,000.00	34,998.50	24,998.50
应付账款	19,724.12	24,445.01	20,739.83	20,445.21
一年内到期的非流动负债	31,387.25	32,688.68	151,169.66	34,655.00
长期借款	20,700.00	20,700.00	6,000.00	79,900.00
应付债券	177.60	177.36	81,438.21	162,695.87
长期应付款	15,078.25	15,078.25	19,920.35	63,166.31
总负债	489,368.34	534,213.08	577,961.03	584,345.39
有息债务	369,310.82	417,846.56	501,581.40	470,996.68
所有者权益合计	427,530.72	421,286.23	398,108.54	327,474.50
营业收入	105,904.99	573,204.39	605,988.93	519,520.21
营业利润	7,421.76	33,518.75	42,102.62	30,888.36
净利润	6,297.43	28,200.71	38,886.86	29,308.92
经营活动产生的现金流量净额	6,338.86	111,427.57	15,050.82	10,629.70
投资活动产生的现金流量净额	-2,508.59	-7,704.30	-24,390.71	-89,475.08
筹资活动产生的现金流量净额	-26,922.03	-130,998.69	-11,491.02	48,715.82
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收票据及应收账款周转天数（天）	-	47.94	43.02	46.26
存货周转天数（天）	-	215.58	179.88	143.84
应付票据及应付账款周转天数（天）	-	59.86	36.41	36.21
净营业周期（天）	-	203.66	186.49	147.80
流动资产周转天数（天）	-	360.51	323.36	335.65
固定资产周转天数（天）	-	182.11	173.89	184.50
总资产周转天数（天）	-	606.56	560.77	590.83
综合毛利率	18.72%	19.65%	17.46%	17.28%
期间费用率	12.83%	11.59%	10.99%	10.83%
营业利润率	7.01%	5.85%	6.95%	5.95%
总资产回报率	-	5.68%	7.11%	6.22%

净资产收益率	-	6.88%	10.72%	9.42%
营业收入增长率	-28.41%	-5.41%	16.64%	27.16%
净利润增长率	-17.65%	-27.48%	32.68%	41.28%
FFO（万元）	-	86,982.90	84,797.98	74,670.50
资产负债率	53.37%	55.91%	59.21%	64.09%
流动比率	1.21	1.17	1.24	1.91
速动比率	0.61	0.62	0.64	1.10
EBITDA（万元）	-	81,215.92	92,798.56	75,803.58
EBITDA 利息保障倍数	-	3.60	3.88	3.57
有息债务/EBITDA	-	5.14	5.41	6.21
债务总额/EBITDA	-	6.58	6.23	7.71
经营性净现金流/流动负债	-	0.23	0.03	0.04
经营性净现金流/负债总额	-	0.21	0.03	0.02

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至2019年末公司纳入合并范围的子公司情况

公司名称	持股比例	业务性质
新疆宇华纺织科技有限公司	100.00%	棉纺
新野县汉凤纺织销售有限公司	100.00%	棉纺
新疆恺缙珈棉业有限责任公司	100.00%	籽棉加工
阿克苏新发棉业有限责任公司	100.00%	棉纺
新疆锦域纺织有限公司	100.00%	棉纺
阿瓦提新新棉业有限责任公司	100.00%	籽棉加工
新野汉凤物流有限公司	100.00%	道路运输
新疆新贝棉业有限公司	70.00%	贸易
新疆贝正国合棉业有限公司	70.00%	籽棉加工
博乐科纺棉花有限公司	70.00%	籽棉加工
博乐市银宇棉花经营有限公司	70.00%	零售

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
固定资产周转天数	$180 \times (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / \text{营业收入}$
应收票据及应收账款周转天数	$180 \times (\text{期初应收票据及应收账款余额} + \text{期末应收票据及应收账款余额}) / \text{营业收入}$
存货周转天数	$180 \times (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / \text{营业成本}$
应付票据及应付账款周转天数	$180 \times (\text{期初应付票据及应付账款余额} + \text{期末应付票据及应付账款余额}) / \text{营业成本}$
净营业周期	$\text{应收票据及应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付票据及应付账款周转天数}$
总资产周转天数	$180 \times (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / \text{营业收入}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
非付现费用	$\text{资产减值准备} + \text{固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
非经营损益	$\text{处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失} + \text{固定资产报废损失} + \text{财务费用} + \text{投资损失} + \text{递延所得税资产的减少} + \text{递延所得税负债的增加}$
FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营损益}$
营运资本变化	$\text{存货减少} + \text{经营性应收项目的减少} + \text{经营性应付项目增加}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$ (不含专项应付款)

附录四 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体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（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。

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。