



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2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

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2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
17 新野 01	AA	AA

评级观点

- 中证鹏元维持河南新野纺织股份有限公司（以下简称“公司”，股票代码：002087.SZ）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“17 新野 01”的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到：公司深耕棉纺行业多年，经营较为稳定，且继续享受税收优惠和政府补贴。同时中证鹏元也关注到，棉花价格大幅上行增加了公司成本压力，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，以及存在较大的或有负债风险等风险因素。

评级日期

2022 年 06 月 02 日

未来展望

- 预计公司棉纺产品产销量仍保持较大规模，营业收入有望保持稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

联系方式

项目负责人：王硕
huchs@cspengyuan.com

项目组成员：马琳丽
mall@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	103.29	105.67	101.84	95.55
归母所有者权益	43.10	43.00	42.72	41.28
总债务	49.27	52.20	49.86	41.78
营业收入	9.84	53.03	48.66	57.32
EBITDA 利息保障倍数	--	3.25	4.56	4.26
净利润	0.10	0.46	1.70	2.82
经营活动现金流净额	0.71	3.64	-1.26	11.14
销售毛利率	14.92%	13.30%	15.00%	19.65%
EBITDA 利润率	--	11.58%	13.93%	16.75%
总资产回报率	--	2.21%	3.49%	5.68%
资产负债率	58.27%	59.30%	57.21%	55.91%
净债务/EBITDA	--	7.37	6.37	3.69
总债务/总资本	53.34%	54.83%	53.37%	49.80%
FFO/净债务	--	7.29%	11.40%	19.61%
速动比率	0.67	0.67	0.64	0.62
现金短期债务比	0.16	0.18	0.17	0.20

资料来源：公司2019-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表

优势

- **公司收入规模较大，经营较为稳定。**公司深耕棉纺行业多年，在行业内拥有一定声誉和影响力。2021年公司实现营业收入53.03亿元，同比略有增加，整体而言，公司棉纺产品产销量及收入规模仍较大，主营业务较为稳定。
- **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并整合了棉花收购、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2021年公司继续收到政府补助，对公司利润形成有益补充。

关注

- **公司面临较大或有负债风险。**2021年公司因被担保单位逾期而发生大额代偿损失，对公司盈利形成了较大侵蚀；截至2022年4月末，公司对外担保中仍有4.05亿元处于逾期状态。针对公司担保代偿事项，南阳市政府于2022年4月召开专项会议研究解决，根据《南阳市人民政府办公会议纪要》（宛政纪〔2022〕19号）文件明确，对于公司在相关债权银行的借款担保事项，南阳市政府将协调债权银行将担保债权打折转让给资产管理公司，然后由南阳市或新野县政府平台打折买断的方式解决，此外要求南阳当地各家银行对公司给予贷款及新增授信方面的支持，中证鹏元将持续关注上述事项的解决进展。
- **原材料棉花价格大幅上行，公司毛利率及扣非后净利润均有所下降。**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、经济周期变化等因素影响较大，2021年下半年以来棉花价格大幅上涨，至2022年4月末同比涨幅达40%，短期内对棉纺行业盈利形成较大压力，对公司成本管控形成较大挑战。2021年公司销售毛利率同比下降1.7个百分点，扣非后净利润同比下降20.58%。2022年一季度，因受新冠疫情、市场需求下滑和原棉价格上涨等因素影响纺织行业整体业绩低迷，受此影响公司营业收入、净利润同比分别下降26.55%、69.25%。
- **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2022年3月末，公司应收账款及存货规模较大，需持续关注公司应收账款坏账及存货跌价风险。此外，2021年末公司受限资产占期末总资产的37.93%，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2022年3月末，公司总债务中短期债务占比很高，且现金短期债务比很低。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
	行业风险	3		杠杆状况	较大
	经营状况	强		净债务/EBITDA	3
	经营规模	6		EBITDA 利息保障倍数	5
业务状况	产品、服务和技术	5	财务状况	总债务/总资本	4
	品牌形象和市场份额	5		FFO/净债务	3
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	3		盈利状况	中

		盈利趋势与波动性	中等
		盈利水平	3
业务状况评估结果	强	财务状况评估结果	较大
指示性信用评分			a+
调整因素	补充调整	调整幅度	1
独立信用状况			aa-
外部特殊支持调整			1
公司主体信用等级			AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-06-18	马琳丽、胡长森	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA	2012-03-23	蔡军华、王洋	公司债券评级方法 (py_ff_2007V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
17 新野 01	3.00	0.016	2021-06-18	2022-07-25

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年7月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2021年年度报告披露，募集资金已使用完毕。

三、发行主体概况

2021年公司名称及主营业务未发生变更，截至2022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，100,000,000股已质押，占其所持公司股份的44.85%，占公司总股本的12.24%。

表1 截至2022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	10,659,440	1.31%
4	陈少俊	8,950,000	1.10%
5	徐开东	5,749,009	0.70%
6	马德兴	5,733,300	0.70%
7	蔡帆	4,543,000	0.56%
8	瑞士联合银行集团	3,451,692	0.42%
9	傅伟	3,388,888	0.41%
10	黄泽坤	2,803,285	0.34%

资料来源：公司2022年一季度报告，中证鹏元整理

跟踪期内公司新纳入合并范围子公司2家，不再纳入合并4家，截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司为9家，详见附录四。

表2 公司合并范围变动情况

跟踪期新纳入公司合并范围的子公司情况			
子公司名称	持股比例	业务性质	合并方式
南阳汉凤发展置业有限公司	100%	管理服务	设立
昌吉金西域棉业有限责任公司	100%	籽棉加工	购买

跟踪期不再纳入公司合并范围的子公司情况			
---------------------	--	--	--

子公司名称	原持股比例	业务性质	不再纳入合并原因
新疆新贝棉业有限公司	34.00%	贸易	表决权下降失去控制
新疆贝正国合棉业有限公司	34.00%	籽棉加工	表决权下降失去控制
博乐科纺棉花有限公司	34.00%	籽棉加工	表决权下降失去控制
博乐市银宇棉花经营有限公司	34.00%	零售	表决权下降失去控制

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年

基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

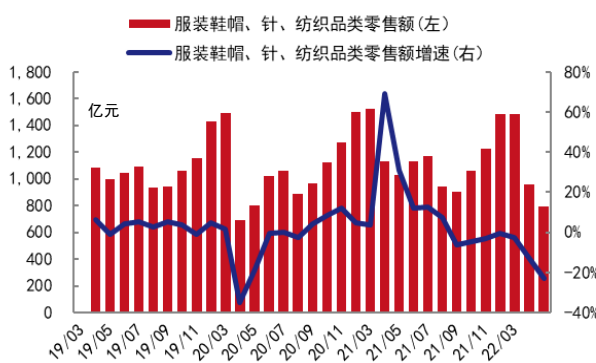
2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业和区域环境

国内服装零售增速短期压力仍较大，仍有部分海外订单回流国内，出口保持较好水平

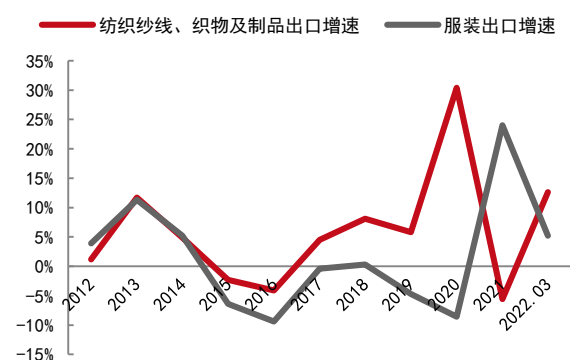
国内服装零售增速短期压力仍较大，未来需进一步关注疫情防控和消费需求恢复进度。2021年上半年社会消费品零售总额呈现高增长。2021年三季度以来，在宏观经济增速放缓、国内疫情反复的影响下，社零总体增速呈现收窄趋势，整体消费大环境较为疲软。在此背景下，2021年我国服装、鞋帽及针纺织品零售额同比增长12.7%，略高于社零总体增速水平(12.5%)。2022年3月以来全国疫情呈多点散发趋势，线下客流和整体消费信心均受到不利影响，4月单月服装鞋帽零售额同比下滑22.8%。由于4月以来疫情未见明显好转，且影响时间更长，预计服装及纺织品零售额增速短期压力仍较大，未来需进一步关注疫情防控和消费需求恢复进度。

图1 国内服装鞋帽、针纺织品零售短期压力较大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 纺织品及服装出口增速有所波动



资料来源：Wind，中证鹏元整理

受世界经济逐步复苏带动市场回暖、出口订单回流带动采购需求等因素影响，2021年我国纺织行业出口实现较快增长。2021年我国纺织品服装出口总额3,154.6亿美元，增长8.3%，增速超过疫情前水平，其中服装出口形势明显回暖，全年出口额1,702.6亿美元，增长24%，为2015年以来的最好水平，对行业

出口增长的支撑作用突出；纺织品出口额1,452亿美元，同比下降5.6%，主要是口罩、防护服出口同比显著下降，降幅达76.1%。2022年一季度，纺织品出口365.7亿美元，增长12.6%；服装出口356.8亿美元，增长5.2%，均保持正增长。《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）生效实施对我国纺织产业出口形成一定提振，一季度我国对RCEP其他14个成员国纺织品服装出口额共计214亿美元，同比增长12.3%，占同期我国纺织品服装出口总额的29.6%。

纺织企业持续深化转型升级，积极扩大技术改造升级、区域布局调整等领域的有效投资，全行业投资增势良好；疫情管控趋严物流滞后，产成品库存增加

自2016年开始，行业固定资产投资增速明显下滑，国内劳动密集型行业比较优势逐步收窄，产能扩张意愿不强。虽然面临较为严峻的市场环境，但在国家稳增长、保市场主体加大助企纾困力度等政策支持下，2021年纺织企业持续深化转型升级，积极扩大技术改造升级、节能降碳、区域布局调整等领域的有效投资，全行业投资增势良好。根据国家统计局数据，2021年我国纺织业固定资产投资完成额同比增长11.9%，增速较上年同期回升18.8个百分点。其中，纺织业和化纤业龙头骨干企业积极围绕技术装备升级、延伸产业链条和区域布局调整积极开展投资活动，投资额两年平均增速分别为2.1%和3.1%，投资规模已超过疫情前水平。

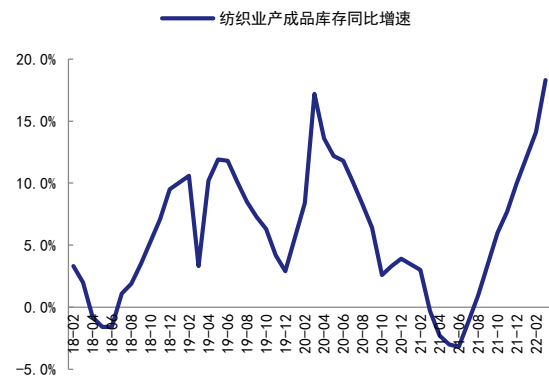
疫情管控趋严物流滞后，产成品库存增加。截至2022年3月末，纺织业产成品存货规模1,781亿元，同比增长18%；服装产成品存货规模为940亿元，同比增长15%。

图3 纺织业固定资产投资增速转正¹



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 纺织业产成品库存增速大幅上行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

¹ 2018-2021年未能取得固定资产投资绝对值的统计数据，图中为以增长率推测的数据，用虚线表示。

2022年以来人民币贬值一定程度上可使纺织服装行业受益，但未来汇率走势的大幅波动仍将增加纺织企业盈利的不确定性

对于纺织企业来说，人民币贬值意味着纺织产品性价比提升从而带动竞争力回升。我国纺织企业外销占比（以销售额计）约为30%，汇率变动仍会对行业盈利产生一定影响，如2020年人民币的升值周期中多数企业就确认了大额的汇兑损失，虽然当前人民币贬值趋势下对于纺织企业的收益是正向影响，但受多重因素影响，国际汇率波动频繁，未来汇率走势的大幅波动仍将增加纺织企业盈利的不确定性。

棉花价格高位震荡，短期内或将压缩行业内企业的利润空间

棉花价格高位震荡。国际棉价一方面受俄乌冲突导致石油和粮食价格涨幅巨大，带动棉价上涨；另一方面受印度棉花产量下调、美棉销售好于预期等因素影响，引发市场对供给端的担忧，从而推高了国际棉价。在外棉价格上涨带动下，国内棉花价格稳居高位，2022年4月29日国棉328指数为2.24万元/吨，同比增长达40%。预计未来国内受疫情影响，纺织下游出口较好但内销承压，纺织品库存偏高，棉花消费低于预期，国内棉价缺乏继续上涨动力，或面临小幅调整压力。

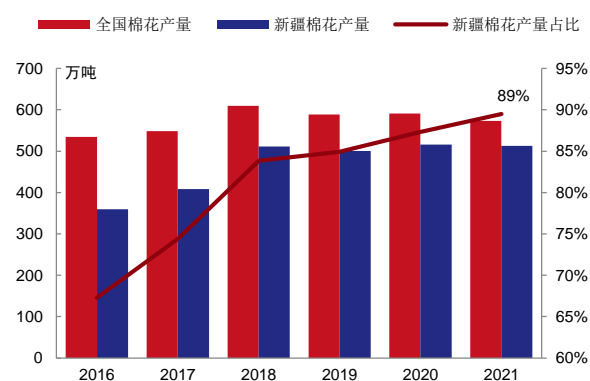
新疆是我国棉花的主产区，2021年全国棉花产量为573.1万吨，其中新疆棉花产量512.9万吨，占全国的89%。2021年12月美国总统拜登签署法案进一步限制美国进口新疆棉及相关产品，该因素对国内棉价影响较小，一方面新疆棉花主要供应国内消费，出口依赖性较小；另一方面作为全球最大的纺织生产国，中国众多棉制品出口至世界各国，全面禁止使用新疆棉及制品不具备现实可能性，且世界各国与中国经济紧密相连，欧美等国家禁止使用新疆棉及制品必将对其纺织服装产品出口至中国造成不利影响。

图5 棉花价格回升至历史较高水平



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图6 新疆是我国棉花的主产区



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2021年纺织行业经营效益表现较好，但仍需关注棉花价格高位波动对棉纺企业形成的成本压力。2021年，规模以上纺织企业工业增加值同比增长4.4%，增速较2020年提高7个百分点。2021年，规模以上纺织企业实现营业收入5,174.9亿元，同比增长12.3%；实现利润总额2,677亿元，同比增长25.4%。

纺织产品价格与棉花价格关联性较强，棉纺企业大多采用成本加成定价，但棉价上涨背景下，若产品价格短期内未能提高，则纱线、坯布产品价格上涨幅度不及原材料上涨幅度，棉纺企业利润空间将受到一定压缩。

五、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。2021年公司纱线及坯布产品销售有所增加，营业收入同比上升8.99%。毛利率方面，纱线、坯布均显著下降，公司整体销售毛利率亦呈现下降。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
纱线	35.35	13.28%	30.80	15.15%
坯布及面料	15.66	10.56%	13.75	15.51%
原棉	1.34	1.75%	3.82	5.49%
其他	0.68	100.00%	0.29	100.00%
合计	53.03	13.30%	48.66	15.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

订单增加带动公司主要产品产销量有所上升

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，公司各产品的产能未发生变化。

表 4 截至 2021 年末公司生产基地情况

基地名称	产品	产能情况		
		坯布面料 (万平米/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

从产销情况看，由于公司主要以按订单生产为主，2021年国内外疫情有所缓解，面料服装订单有所增加，2021年公司纱线、坯布及面料产量、销量均有所增加，其中坯布及面料销量16,317.82万米，纱线销量16.54万吨，产能利用率均提升，其中坯布及面料产能利用率回升至94.05%。

从产品售价来看，公司纱线及坯布销售均价均小幅提升。但由于主要原材料棉花价格大幅上行，对公司产品成本控制造成较大的不利影响，此两种产品的毛利率均有所下降。

表 5 公司产品产能利用及产销情况

产品名称	项目	2021年	2020年
坯布及面料	产能（万米/年）	17,000.00	17,000.00
	产量（万米）	15,989.14	14,779.80
	产能利用率	94.05%	86.94%
	销量（万米）	16,317.82	14,389.62
	产销率	102.06%	97.36%
	销售均价（元/米）	9.60	9.55
纱线	产能（万吨/年）	22.50	22.50
	产量（万吨）	19.50	18.71
	产能利用率	86.65%	83.15%
	销量（万吨）	16.54	14.83
	自用转织（万吨）	2.98	2.98
	产销率	84.85%	94.24%
	销售均价（万元/吨）	2.14	2.08

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2021年产销量仍较小，且目前纺织服装行业面临较大的经营压力，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，2021年公司销售额总体上升，其中国内销售同比增长10.35%，出口下滑13.52%。

表 6 公司产品销售地域分布情况（单位：亿元）

地区	2021年		2020年	
	金额	比重	金额	比重
中国大陆	50.63	95.47%	45.88	94.29%
出口	2.40	4.53%	2.78	5.71%
合计	53.03	100.00%	48.66	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。2021年，公司前五大客户销售收入占公司营业收入的比重为13.99%，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
2021 年	单位一	21,926.58	4.13%
	单位二	15,445.99	2.91%
	单位三	13,642.19	2.57%
	单位四	11,762.46	2.22%
	单位五	11,437.63	2.16%
	合计	74,214.85	13.99%
2020 年	单位一	19,388.38	3.98%
	单位二	14,528.56	2.99%
	单位三	8,617.29	1.77%
	单位四	7,472.97	1.54%
	单位五	7,286.67	1.50%
	合计	57,293.87	11.78%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司棉花采购均价有所提高，原材料成本有所上升，且棉花价格目前高位波动，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%，棉花主要采购来自国内。2021年由于产销量的增加，公司皮棉采购量有所增加。价格方面，国内外皮棉采购均价均有所上涨，其中国内采购价格同比上涨11.03%，对公司成本控制造成了较大的不利影响，当年公司主要产品毛利率均显著下滑。

由于国内棉花价格易受到种植面积、气候条件、经济周期变化等因素影响波动较大，在外棉价格上涨带动下，国内棉花自2021年下半年以来大幅攀升，至2022年4月末国棉328指数为2.24万元/吨，同比涨幅达40%。公司成本控制存在较大难度，若未来棉花价格剧烈波动，仍将对公司产品销售情况和盈利能力造成较大影响。

表 8 公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

原材料	2021 年		2020 年	
	数量	均价	数量	均价
皮棉	238,049	15,134	228,750	13,681
其中：国外采购	18,546	13,845	12,584	12,856
国内采购	219,502	15,243	216,166	13,729

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

公司主要供应商为电力及原材料棉花供应商，公司棉花主要采购自新疆皮棉企业，2021年公司前五大供应商采购规模占公司采购总额的35.48%，同比有所提高。

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	占当期采购总额比例
2021 年	单位一	46,975.34	9.95%
	单位二	45,144.71	9.56%
	单位三	28,577.54	6.05%
	单位四	26,723.29	5.66%
	单位五	20,038.00	4.25%
	合计	167,458.87	35.48%
2020 年	单位一	45,010.73	9.65%
	单位二	28,956.26	6.21%
	单位三	23,914.00	5.13%
	单位四	16,747.17	3.59%
	单位五	15,139.81	3.25%
	合计	129,767.97	27.82%

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，预计总投资6.10亿元，截至2022年3月末已投资1,778.42万元，若按计划持续投入，将给公司带来一定资金压力。

表 10 截至 2022 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	1,778.42	自筹

注：原在建的高档纺熔复合非织造布项目已投资1,138万元，公司后续将不再建设。

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2022年3月末，公司老厂区仍未全部搬迁到工业园。

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。

2021年公司收到政府补助合计1.64亿元，计入当期利润1.60亿元。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 2021 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	3,231.12	3,231.12	冲减营业成本
出疆棉纱运费补贴	4,922.31	4,922.31	冲减营业成本
生产用棉补贴和水电费补贴	2,390.66	2,390.66	冲减营业成本
社保补贴	413.84	413.84	冲减管理费用
产业扶持引导专项资金（纺锭补贴）	359.00	13.96	递延收益
贷款贴息	4,834.18	4,834.18	冲减财务费用
研发补贴	200.00	200.00	其他收益
企业安全生产标准化补助资金	0.60	0.60	营业外收入
贫困户一次性就业补贴	0.60	0.60	营业外收入
合计	16,352.30	16,007.26	-

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

六、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2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制，2021年公司合并范围内子公司增加2家，减少4家，截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司为9家，详见附录四。

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，且受限资产占比较大

截至2022年3月末，公司资产规模103.29亿元，其中流动资产占比66.93%。2021年末公司货币资金为8.36亿元，其中其他货币资金6.75亿元，均为保证金；此外银行存款中包含因司法诉讼被冻结资金314.96万元，系待扣划的担保代偿款项。截至2021年末，公司应收账款9.37亿元，账龄以一年以内为主，当年公司未新增计提坏账损失，但考虑到公司应收账款规模仍较大，需关注减值风险。公司预付款项主要是预付原材料采购款，2021年末账面价值为17.00亿元，同比有所增长，系预付棉花采购款增加所致。截至2021年末，公司存货主要包括原材料13.48亿元及产成品19.00亿元，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4.46亿元已用于质押融资。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.54	7.30%	8.36	7.91%	8.61	8.46%
应收账款	9.45	9.15%	9.37	8.87%	7.95	7.81%
预付款项	17.51	16.95%	17.00	16.08%	14.82	14.56%
存货	32.83	31.78%	34.22	32.38%	31.64	31.07%
流动资产合计	69.13	66.93%	70.92	67.12%	65.15	63.98%
固定资产	24.95	24.15%	25.46	24.09%	27.12	26.64%
无形资产	7.41	7.17%	7.44	7.05%	7.88	7.74%
非流动资产合计	34.16	33.07%	34.74	32.88%	36.68	36.02%
资产总计	103.29	100.00%	105.67	100.00%	101.84	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

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，2021年末账面价值25.46亿元，其中21.35亿元的固定资产已用于抵押。无形资产主要是土地使用权，2021年末账面价值7.44亿元，其中6.79亿元的无形资产已抵押。

截至2021年末，公司受限资产规模合计40.08亿元，占期末总资产的37.93%。受限资产规模较大，公司整体资产流动性较弱。

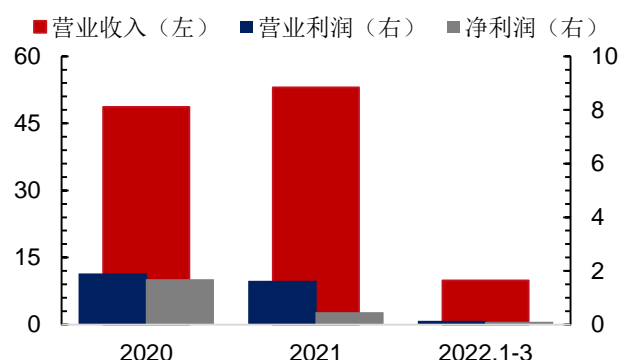
盈利能力

公司营业收入有所增长，但担保代偿损失大幅侵蚀了公司利润

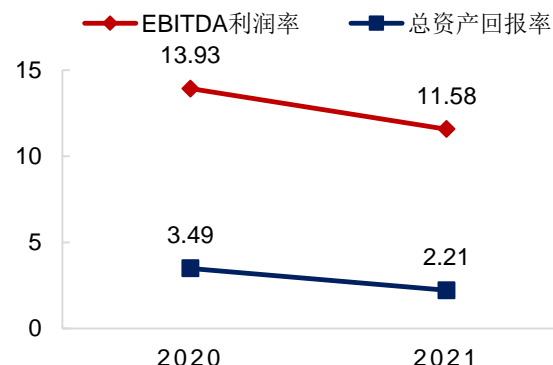
公司收入主要来源于棉纱、坯布面料及棉花的对外销售，2021年公司主要产品销售有所增加，受此影响，公司实现营业收入53.03亿元，同比增长8.99%。

盈利能力方面，2021年公司销售毛利率13.30%，同比显著下滑，系棉花价格整体上行，公司成本控制面临一定压力。资产减值及营业外支出方面，2021年公司因多笔担保代偿事项而确认资产减值损失2,000万元，确认营业外支出1.12亿元（其中为河南华晶超硬材料股份有限公司代偿1.09亿元，为南阳纺织集团有限公司代偿250.87万元）。2021年公司实现净利润0.46亿元，同比显著下降。从EBITDA利润率和总资产回报率来看，2021年亦有所降低。

2022年一季度，公司营业收入同比下降26.55%，净利润下滑达到69.25%，主要是因受新冠疫情和原棉价格上涨等因素影响，市场需求下滑，造成纺织行业一季度业绩普遍下滑，虽然公司采取了核定用棉单耗，进一步降低用棉成本，降低能耗成本等降低运营成本的措施，但仍未能避免行业性的影响。

图7 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

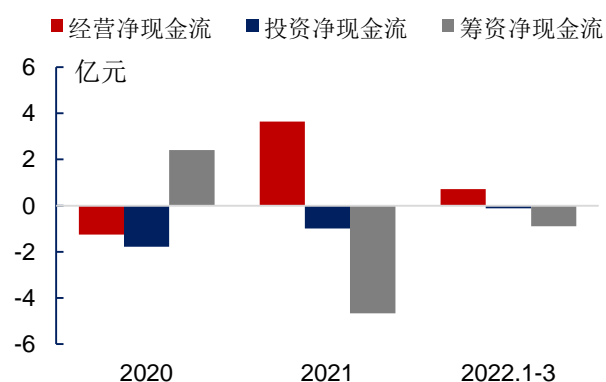
现金流

公司经营现金流转正，但现金生成能力仍表现一般

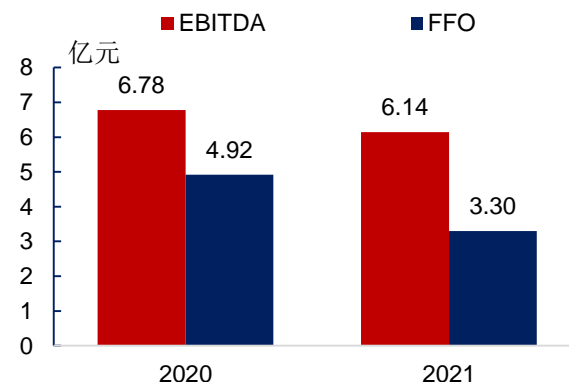
2021年公司净利润同比有所下降，叠加存货占用资金显著增加，FFO下降至3.30亿元，经营现金生成能力进一步下降。2021年公司经营活动现金流有所好转，实现净流入3.64亿元，由于销售回款同比有所好转而现金流入增加。

投资活动方面，2021年公司在建项目投资规模略有缩减，投资活动现金净流出1.00亿元，流出规模有所减小。截至2022年3月末，公司在建项目尚需投资仍有一定规模，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，2021年公司通过借款收到资金较多，但归还债务40.15亿元，分配股利2.57亿元，筹资活动支出规模亦较大，综合影响下筹资活动呈现净流出4.67亿元。

图9 公司现金流结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图10 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告

资本结构与偿债能力

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2022年3月末，公司负债总额为60.19亿元，同期末公司所有者权益43.10亿元，产权比率140%，权益对债务的保障程度仍较弱。从公司所有者权益构成来看，2022年3月末，未分配利润占比45%，占比最大，其次为资本公积和实收资本。

图 11 公司资本结构

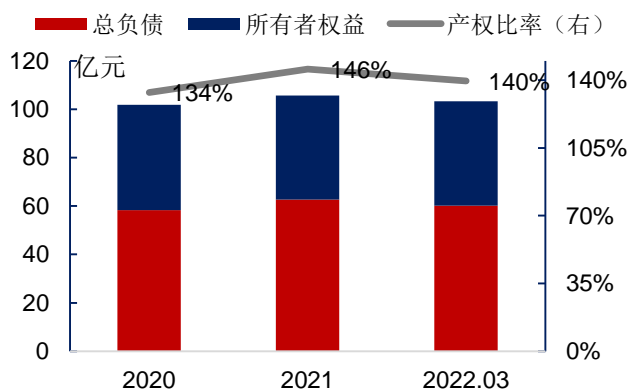
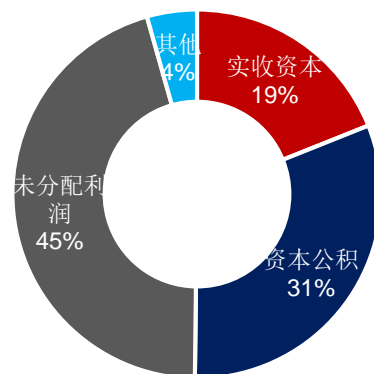


图 12 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

负债结构方面，近年公司负债结构均以流动负债为主。2021年末公司短期借款余额33.26亿元，以抵押借款和保证借款为主；公司应付票据10.76亿元，均为银行承兑汇票。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和长期应付款。

2021年末公司长期借款为4.99亿元，主要是抵质押及保证借款。公司长期应付款1.81亿元，其中专项应付款金额为1.51亿元，系搬迁补偿款余款；此外有融资租赁款0.30亿元。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

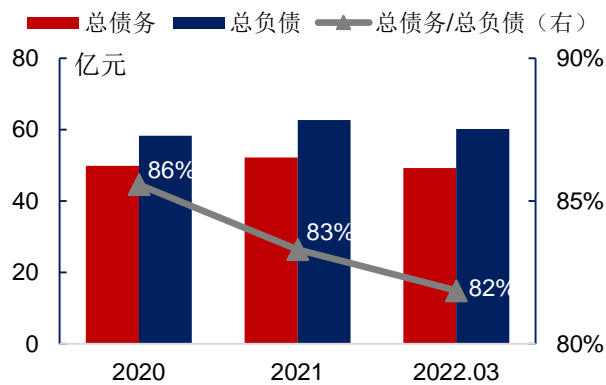
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	32.57	54.11%	33.26	53.08%	31.76	54.52%
应付票据	8.78	14.59%	10.76	17.17%	8.73	14.98%
一年内到期的非流动负债	4.21	7.00%	2.77	4.43%	5.67	9.73%
流动负债合计	54.11	89.90%	54.90	87.61%	52.22	89.62%
长期借款	3.35	5.57%	4.99	7.96%	3.68	6.32%
长期应付款	1.78	2.96%	1.81	2.89%	1.51	2.59%
其中：专项应付款	1.51	2.51%	1.51	2.41%	1.51	2.59%

非流动负债合计	6.08	10.10%	7.76	12.39%	6.05	10.38%
负债合计	60.19	100.00%	62.66	100.00%	58.27	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

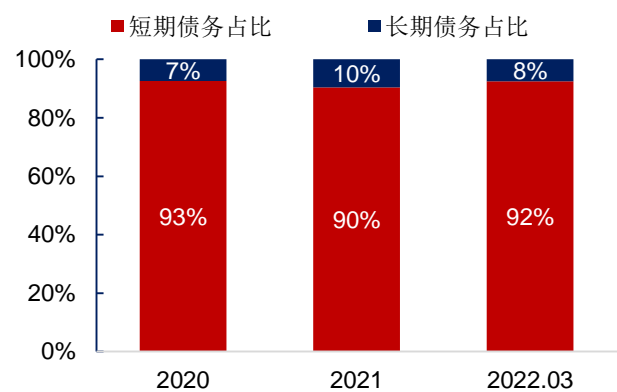
2022年3月末，公司总债务规模49.27亿元，其中除少量长期借款及应付债券外，均为短期债务，整体来看公司短期债务占比很高，短期债务压力仍较大。

图 13 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图 14 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

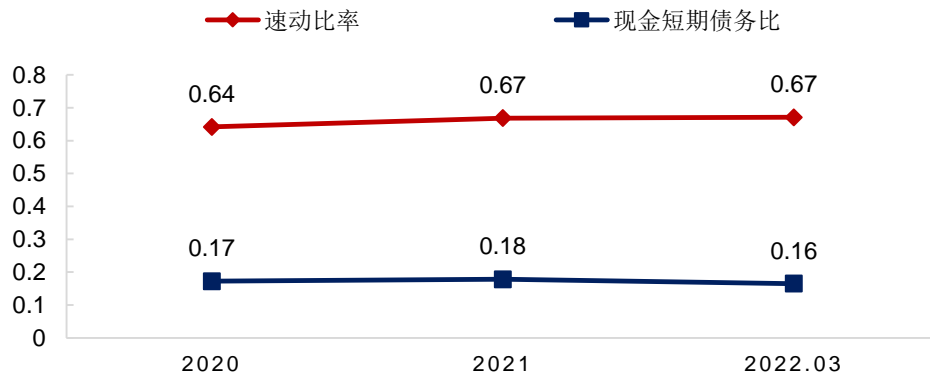
2022年3月末公司资产负债率为58.27%，与2020年末相比小幅上升。2021年公司EBITDA利息保障倍数为3.25，较上年有所下降。

表14 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	58.27%	59.30%	57.21%
净债务/EBITDA	--	7.37	6.37
EBITDA 利息保障倍数	--	3.25	4.56
总债务/总资本	53.34%	54.83%	53.37%
FFO/净债务	--	7.29%	11.40%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

流动性比率方面，2022年3月末公司速动比率为0.67，现金短期债务比仅有0.16，短期偿债能力指标表现很弱。但与此同时，截至2021年末公司尚可使用的授信额度仍有一定规模；作为上市公司，公司还可进行增发等权益融资；此外，公司继续获得政府支持，2021年公司收到的政府补助规模仍较大，综合来看，公司仍有一定融资弹性。

图 15 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至查询日（2022年5月16日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，存在未结清关注类记录3笔，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项公开发行的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。

或有事项分析

由于被担保方逾期未还款，公司面临较大或有负债风险

2021年，公司对河南华晶超硬材料股份有限公司（以下简称“河南华晶”）在平顶山银行郑州分行的10,000.00万元的借款担保到期后，河南华晶无力偿还借款，平顶山银行郑州分行向公司行使债权担保权利，公司代河南华晶向平顶山银行郑州分行代偿本息10,930.00万元。公司已查封相关方的房产，目前正在积极司法处置之中。

截至2022年4月末，公司对外担保余额为4.55亿元，其中对南阳纺织集团有限公司（以下简称“南阳纺织”）的担保2.25亿元，其中1.75亿元已逾期；对河南天冠企业集团有限公司、河南天冠燃料乙醇有限公司的担保合计2.30亿元均处于逾期状态。

公司对南阳纺织在中国银行南阳分行的融资提供担保，因南阳纺织融资逾期，担保逾期本金17,470万元，中国银行南阳分行要求公司履行担保责任，2021年公司代南阳纺织偿还中国银行南阳分行融资借款250.87万元。2022年3月16日，公司与中国银行南阳分行签订执行和解协议，协议约定公司分期代偿部分不良欠款，2022年代偿1,000万元（其中已扣划890.50万元），2023年代偿1,000万元，2024年初，根

据公司的经营情况和其担保的不良贷款本息余额，双方再次协商签订新的代偿计划。公司根据上述与中行南阳分行签订的和解协议，在2021年确认信用减值损失2,000万元。同时，根据《南阳市人民政府办公会议纪要》（宛政纪〔2022〕19号）文件明确，公司对南阳纺织在相关债权银行的借款担保事项，南阳市政府将协调债权银行将担保债权打折转让给资产管理公司，由新野县政府平台打折买断的方式解决。公司现对南阳纺织查封商品房 288 套，后续变现存在不确定性。

对河南天冠企业集团有限公司和河南天冠燃料乙醇有限公司的担保方面，南阳市政府为了防范发生地方系统性金融风险，正在协商各银行处理贷款及担保事项，经南阳市政府及新野县政府协调，公司对河南天冠集团及河南天冠乙醇的担保责任将由地方投资平台买断处置，尚在协商中。

表15 截至2022年4月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	其中逾期金额	已代偿金额	担保方式
河南天冠企业集团有限公司	14,999.60	14,999.60	0.00	保证
河南天冠燃料乙醇有限公司	8,000.00	8,000.00	0.00	保证
南阳纺织集团有限公司	22,470.00	17,470.00	1,141.37	保证
合计	45,469.60	40,469.60	1,141.37	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

未决诉讼方面，公司与供应商新野县诚德贸发有限公司在原棉加工费用结算方面产生争议，新野县诚德贸发有限公司作为原告对公司提起诉讼。南阳市中级人民法院于2017年做出判决，判决公司偿付欠款1,626.52万元及相应利息。公司对一审判决不服，向河南省高级人民法院提起上诉。2018年11月26日，河南省高级人民法院做出裁决，裁定撤销河南省南阳市中级人民法院对此案件做出的一审判决、发回南阳市中级人民法院重审。截至2021年12月31日，案件已开庭尚未判决。

八、抗风险能力分析

公司深耕棉纺行业多年，棉纺产品产销量及收入规模仍较大，主营业务较为稳定。公司继续享受税收优惠和政府补贴，对公司利润形成有益补充。

但我们也关注到，公司因被担保单位逾期而发生大额代偿损失，对盈利形成了较大侵蚀。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。公司应收账款和存货对营运资金的占用较多且资产流动性较弱，需关注应收账款损失及存货跌价风险。公司有息债务规模较大且以短期为主，短期偿债压力较大等风险因素。

综合来看，公司抗风险能力良好，但未来发展存在不利影响因素。

九、结论

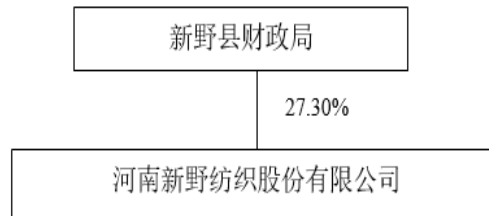
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，评级展望维持为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	7.54	8.36	8.61	7.84
预付款项	17.51	17.00	14.82	12.39
存货	32.83	34.22	31.64	27.11
流动资产合计	69.13	70.92	65.15	57.45
固定资产	24.95	25.46	27.12	28.17
非流动资产合计	34.16	34.74	36.68	38.10
资产总计	103.29	105.67	101.84	95.55
短期借款	32.57	33.26	31.76	29.13
应付票据	8.78	10.76	8.73	7.30
一年内到期的非流动负债	4.21	2.77	5.67	3.27
流动负债合计	54.11	54.90	52.22	48.92
长期借款	3.35	4.99	3.68	2.07
应付债券	0.00	0.00	0.02	0.02
长期应付款	1.78	0.30	0.00	1.51
非流动负债合计	6.08	7.76	6.05	4.50
负债合计	60.19	62.66	58.27	53.42
总债务	49.27	52.20	49.86	41.78
归属于母公司的所有者权益	43.10	43.00	42.72	41.28
营业收入	9.84	53.03	48.66	57.32
净利润	0.10	0.46	1.70	2.82
经营活动产生的现金流量净额	0.71	3.64	-1.26	11.14
投资活动产生的现金流量净额	-0.12	-1.00	-1.78	-0.77
筹资活动产生的现金流量净额	-0.89	-4.67	2.42	-13.10
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	14.92%	13.30%	15.00%	19.65%
EBITDA 利润率	--	11.58%	13.93%	16.75%
总资产回报率	--	2.21%	3.49%	5.68%
产权比率	139.64%	145.73%	133.72%	126.81%
资产负债率	58.27%	59.30%	57.21%	55.91%
净债务/EBITDA	--	7.37	6.37	3.69
EBITDA 利息保障倍数	--	3.25	4.56	4.26
总债务/总资本	53.34%	54.83%	53.37%	49.80%
FFO/净债务	--	7.29%	11.40%	19.61%
速动比率	0.67	0.67	0.64	0.62
现金短期债务比	0.16	0.18	0.17	0.20

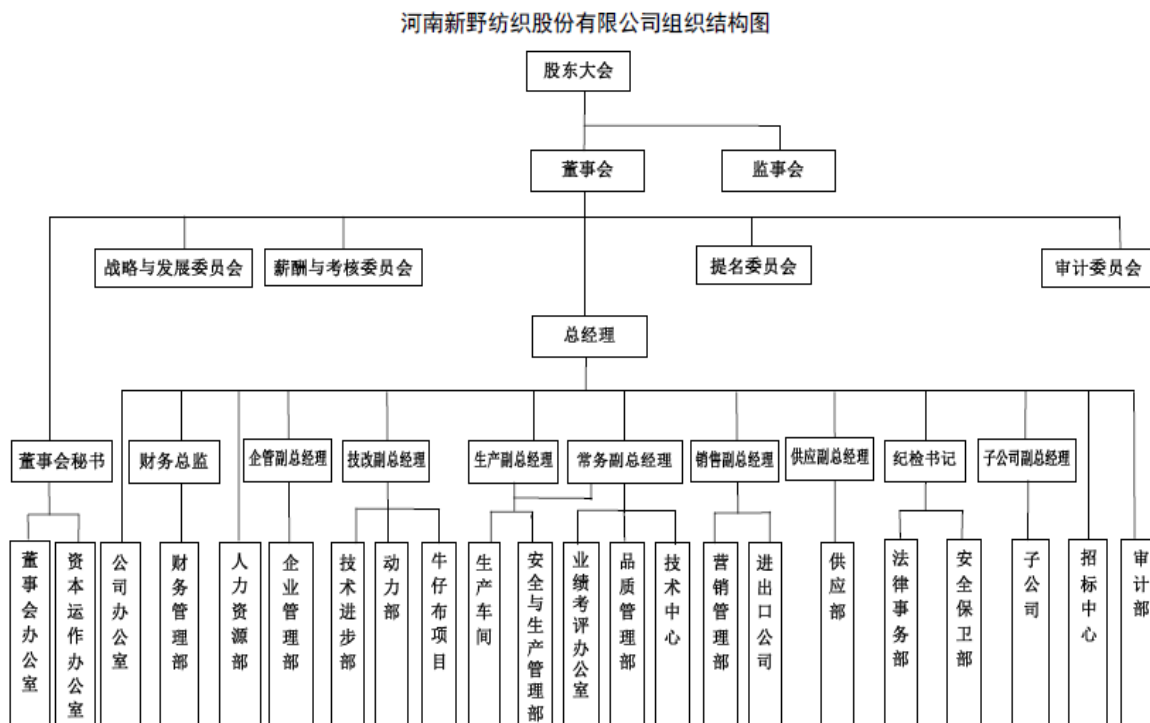
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 截至 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

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
新疆恺总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
南阳汉凤发展置业有限公司	100.00%	房地产开发经营
昌吉金西域棉业有限责任公司	100.00%	籽棉加工

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债
长期债务	长期借款+应付债券
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 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。