

江苏联发纺织股份有限公司

2012 年公司债券 2016 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

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>

江苏联发纺织股份有限公司 2012 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【267】号 01

债券剩余规模：
8 亿元

债券到期日期：
2017 年 10 月 25 日

债券偿还方式：
按年付息、到期一次还
本

分析师

姓名：
王西 朱霄霄

电话：
021-51035670

邮箱：
zhuxx@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
信用评级方法，该评级
方法已披露于公司官方
网站

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

	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	2016 年 06 月 16 日	2015 年 05 月 15 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对江苏联发纺织股份有限公司（以下简称“联发股份”或“公司”）及其 2012 年 10 月 25 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 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收入稳定增长，资产流动性和质量较好，主要产品毛利率上升，经营现金流情况较好，同时我们也关注到公司仍存在一定的成本控制压力、有息负债规模较大以及存在一定汇率风险等风险因素。

正面：

- 印染布、衬衣产品销量上升，衬衣产能提高。2015 年，公司印染布、衬衣销量分别为 4,064.99 万米、952.35 万米，分别同比增长 4.51%、18.68%；衬衣的产能从 2014 年的 900.00 万件提高到 1,100.00 万件。
- 收入稳定增长，原材料成本大幅下降，主要产品毛利率上升。2015 年公司实现营业收入 34.77 亿元，同比上升 2.52%，除色织布外，公司其他主要产品销售收入均有不同程度上升；主营业务毛利率上升了 1.13 个百分点，达到 23.32%，其中色织布、印染布毛利率分别上升 2.50%、2.59%，系原材料棉纱采购成本下降所致。
- 存货周转速度显著提升，资产运营效率提高。2015 年公司加速货款回收、实施低库存策略，应收账款及存货周转天数分别下降 0.41、10.92 天，净营业周期天数降低。

关注：

- **纺织业投资持续增长，产能依然过剩，境内外市场需求不振，下行压力较大。**2015年，我国纺织业500万元以上项目固定资产投资完成额11,913亿元，同比增长15.0%。由于前期大规模的投资支出，2015年纺织业依然存在产能过剩的局面。2015年年初至年底，纺织业企业景气指数持续下滑，2015年我国出口纺织品服装2,911亿美元，同比下降4.8%。
- **外汇敞口带来汇率风险。**公司产品以外销为主，2015年主营业务外销占比为77.45%，收入以美元结算为主，原材料采购以国内棉纱采购为主，2015年末公司与银行签订远期外汇结售汇合同1,300万美元，约8,508万人民币，公司近年来外销金额均在20亿元以上，公司外汇敞口较大，存在一定汇率风险。
- **公司仍存在一定的成本控制压力。**2015年公司生产成本中纺织服装业务的原材料、生产相关员工工资分别占营业成本的57.39%、14.29%。纺织行业人工成本持续上升，工资成本同比增长8.42%；国内外棉价差依然存在，进口配额受政策影响波动，2015年公司进口棉花配额降至3,249吨，同比下降50.80%，公司通过进口棉花降低原材料成本的效果减弱。
- **公司有息负债规模增加。**2015年末公司有息债务为12.67亿元，同比增长26.78%，公司有息负债规模进一步加大。

主要财务指标：

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
总资产（万元）	448,010.27	447,201.87	429,045.50	401,519.27
所有者权益合计（万元）	274,401.85	269,495.33	271,819.67	255,198.66
有息债务（万元）	124,422.21	126,629.77	99,878.83	102,740.89
资产负债率	38.75%	39.74%	36.65%	36.44%
流动比率	2.61	3.00	3.81	3.72
速动比率	2.07	2.44	3.08	2.65
营业收入（万元）	87,350.40	347,697.08	339,158.31	320,514.69
营业利润（万元）	7,796.02	38,724.15	40,476.40	37,159.90
利润总额（万元）	7,877.04	41,269.26	43,645.79	40,425.65
综合毛利率	19.10%	20.62%	20.60%	20.74%
总资产回报率	-	10.88%	12.02%	11.98%
EBITDA（万元）	-	66,152.30	67,413.15	62,560.95
EBITDA利息保障倍数	-	10.33	10.77	2.27
经营活动净现金流净额（万元）	6,224.78	49,540.37	62,223.65	34,075.32

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度报表，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准江苏联发纺织股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可【2012】1202号文核准，公司于2012年10月25日发行了票面利率为6.20%的5年期公司债券，共募集资金8亿元，扣除发行费用，募集资金净额为78,991.00万元。

本期债券期限为5年，每年支付一次利息，到期一次还本，本金兑付期为2017年10月25日。公司有权决定在本期债券存续期的第3年末（即2015年10月25日）上调本期债券后2年的票面利率。2015年10月25日公司并未上调票面利率，投资者未选择将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司。

截至2016年4月末，本期债券本息兑付情况如下表所示。发行所募集资金已使用完毕，全部用于补充流动资金。

表1 截至2016年4月30日本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013.10.25	80,000	-	4,960	80,000
2014.10.27	80,000	-	4,960	80,000
2015.10.26	80,000	-	4,960	80,000
合计	-	-	14,880	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

公司是一家从事纺纱、染色、织造、印染、制衣、热电的上市公司。截至2015年12月31日，公司注册资本和实收资本均为32,370万元，实际控制人为孔祥军及其一致行动人陈警娇、崔恒富、黄长根，公司控股股东为江苏联发集团股份有限公司，持有公司40.45%的股权，2015年公司注册资本、实收资本、实际控制人、主营业务均未发生变化。

2015年公司新设海安占姆士进出口有限公司、上海杰姆绅服饰有限公司、上海崇山投资有限公司，为进军家纺行业，并购南通联发天翔印染有限公司；公司注销南通联发制衣有限公司和广州占姆服饰有限公司，服装品牌运营将原有子公司管理模式改为个体户加盟模式、经销商自负盈亏模式，保留盈利门店，关闭亏损门店，店铺由2014年末的117家调整为82家。2015年公司合并报表范围变化情况如下表所示。

表2 2015年公司合并报表范围变化情况

1、2015年新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	主营业务	合并方式
海安占姆士进出口有限公司	100%	500万	经营各类商品及技术的进出口业务；纺织品、服装、服饰、饰品、鞋帽、皮具、箱包、日用品百货销售；网上贸易代理；软件开发；信息技术咨询服务；纺织技术研发	新设
上海杰姆绅服饰有限公司	100%	1,000万	服装服饰、鞋帽、皮具、箱包、针纺织品批发、零售，电子商务	新设
南通联发天翔印染有限公司	66.7%	7,560万	印花装饰布、染色漂白布、床上用品、服装、纱、线的生产销售	并购
上海崇山投资有限公司	100%	20,000万	实业投资，创业投资，投资管理，投资咨询，企业管理咨询	新设

2、2015年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	主营业务	不再纳入合并报表原因
南通联发制衣有限公司	75%	350万	生产销售服装、床上用品及纺织品	注销
广州占姆服饰有限公司	100%	50万	服装、工艺美术品、服饰、皮具、鞋、纺织品的销售	注销

资料来源：公司提供，鹏元整理

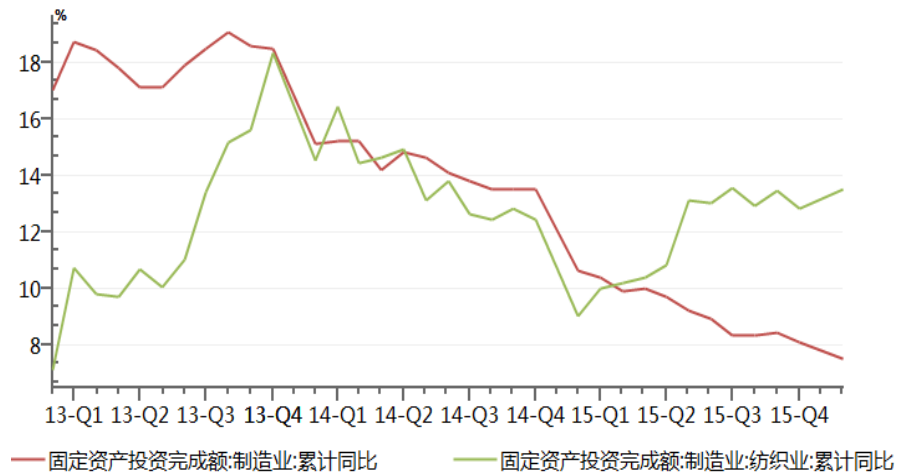
截至2015年末，公司资产总额为44.72亿元，所有者权益合计26.95亿元，资产负债率为39.74%；2015年，公司实现营业收入34.77亿元，利润总额4.13亿元，经营活动净现金流净额4.95亿元。

三、运营环境

纺织业投资持续增长，行业规模仍在扩大，产能依然过剩

据国家统计局数据，2015年，我国纺织业500万元以上项目固定资产投资完成额11,913亿元，同比增长15.0%，领先于同期全国制造业8.10%的增长水平6.9个百分点。其中东部地区固定资产投资完成额同比增长15.3%，中部地区固定资产投资完成额同比增长13.1%，西部地区固定资产投资完成额同比增长19.2%。行业新开工项目数呈现增速提升势头，新开工项目16,149项，同比增长18.3%。2015年，全国纺织业资产总计为24,422.80亿元，同比增长3.90%；负债总计12,758.70亿元，同比增长1.60%，行业资产和负债规模有所扩大，但增速水平较上年有较大幅度下降。由于前期大规模的投资支出，2015年纺织业依然存在产能过剩的局面。

图1 2013-2015年纺织业固定资产投资增速情况

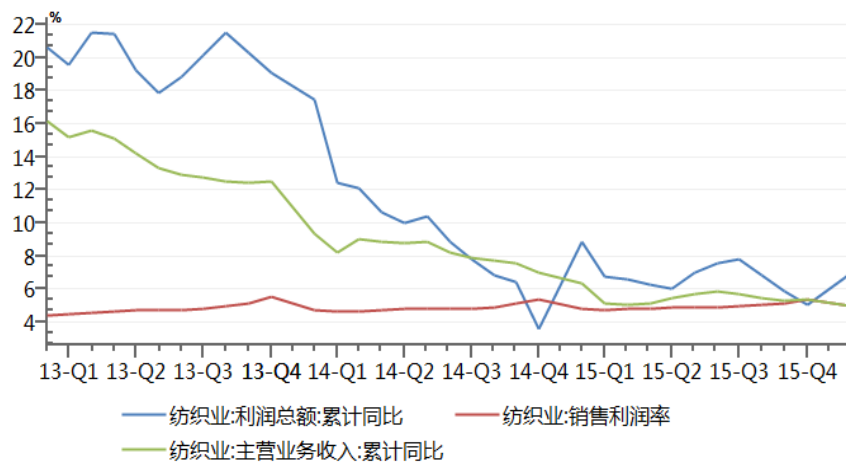


资料来源: wind, 鹏元整理

纺织业运行平稳,但受境内外市场需求不振以及市场供过于求的影响,未来纺织业仍存在较大运行压力

据国家统计局数据,2015年纺织业主营业务收入40,173.30亿元,同比增长5.40%,增速较上年回落1.58个百分点;实现利润总额2,167.5亿元,同比增长5.10%,增速较上年增加1.53个百分点;销售利润率为5.40%,与上年基本持平。总体而言,2015年纺织业运行质量基本平稳。

图2 2013-2015年纺织业运行效益指标情况

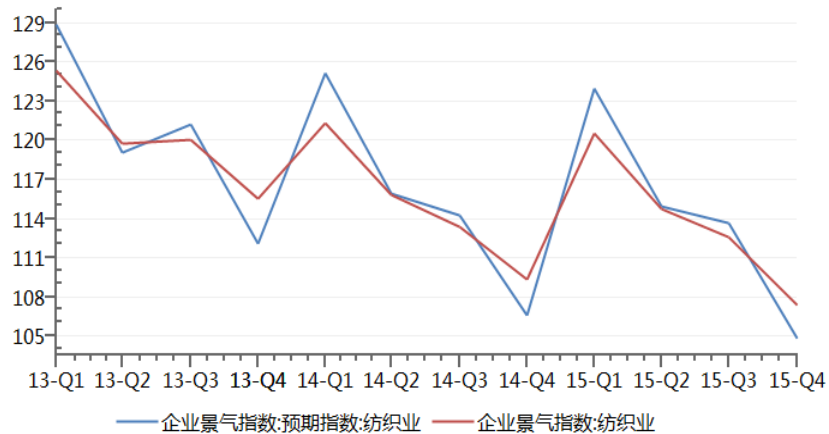


资料来源: wind, 鹏元整理

从图3来看,2015年各季度纺织业企业景气指数均同比表现略弱于2014年各季度,同时2015年年初至年底,纺织业企业景气指数持续下滑。出口方面,我国纺织出口的重点区域为欧盟、美国和日本。2015年美国、欧元区和日本三大主要发达经济体增速有所上升,其他发达经济体增速显著下降。2015年美国GDP增长2.6%,比2014年提高0.2个百分点;欧元区GDP增长1.5%,比2014年提高0.6个百分点,日本GDP增长由负转正至0.6%,比2014年提高0.7个百分点,美欧

日三大经济体GDP增速的回升为我国纺织品出口将营造良好的外部环境。但值得注意的是，纺织出口总额有所下降。据国家海关数据，2015年我国出口纺织品服装2,911亿美元，同比下降4.8%。其中我国纺织品出口1,153亿美元，同比下降2.3%，服装出口1,759亿美元，同比下降6.4%。其中，对美国出口额同比增长6.7%，对欧盟出口额同比下降9.3%，对日本出口额同比下降11.6%，对东盟出口额同比下降0.8%。近年来中美贸易摩擦不断，贸易不平衡、纺织品特保、对华反倾销等问题构成了中美贸易摩擦的主要内容，将对我国对外贸易持续产生不良影响。此外，2015年，全国限额以上服装鞋帽、针纺织品零售额同比增长9.8%，低于上年同期增速1.1个百分点，内需也有所放缓。

图3 2013-2015年纺织业企业景气指数



资料来源：wind，鹏元整理

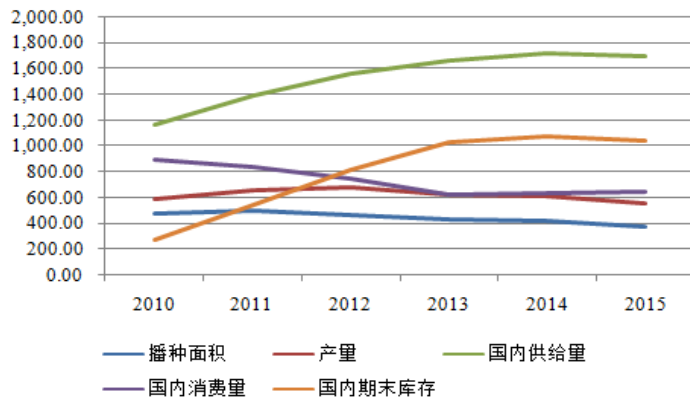
用工困难，劳动力成本增加，给纺织业带来较大成本压力

尽管我国目前劳动力供大于求，但“招工难”仍是纺织业每年都要面临的一大问题。wind统计数据显示，截至2015年底，全国共有纺织企业2.05万家，纺织业从业人员448.7万人，2015年纺织业从业人员同比下滑3.40%。外来务工人员在全国各地纺织企业中均占有相当大的比例。如江苏常州地区的4,000余家纺织鞋帽企业中，外来工数量超过50万人，占到全区160万外来工总数的近1/3。近年来，珠三角地区外来务工人员缺口明显增大，而上海、杭州等长三角地区城市的外来务工者却在逐步增加。此外，2015年全国共有30个地区上调最低工资标准，上调的地区数量已远远超过2014年，平均增幅约14%。在小时最低工资标准方面，最高的依然是北京，达到18.7元/小时。天津、上海、广东和深圳四个地区也达到或超过了18元/小时，分别是18.5元/小时、18元/小时、18.3元/小时和18.5元/小时。纺织业属于劳动密集型行业，工资上涨必将提高我国纺织业的劳动力成本。目前，东南亚地区国家，以低廉的劳动力和原料成本等优势，纺织产业迅速发展壮大，致使部分海外订单开始撤离我国，给我国纺织业的发展造成了较大的国际竞争压力。

国内棉花播种面积减少，产量下降，库存高企，棉花价格持续走低，但仍高于同期国际棉价，削弱了国内棉纺织企业在国际市场上的竞争力

2014年度起，我国启动新疆棉花目标价格改革试点，内地实行定额补贴。棉农收益较前三年收储时期减少，尤其是内地棉农减幅更大，棉农植棉积极性持续下挫。国家统计局数据显示，2015年，国内棉花播种面积为379.90万公顷，较上年减少42.30万公顷。全年棉花产量为560.50万吨，同比减少57.33万吨。从主要棉花消费国家和地区的情况来看，全球棉花消费表现出较强的周期性。中国依然是棉花的最大消费国，2015年共消费649.00万吨，全年的消费量与上年基本持平。全年棉花供给量为1,693.90万吨，明显供过于求。从库存情况来看，截至2015年底，国内棉花库存依然高企，库存量高达1,044.90万吨，库消比达1.61，是全球库存增加的主要原因。

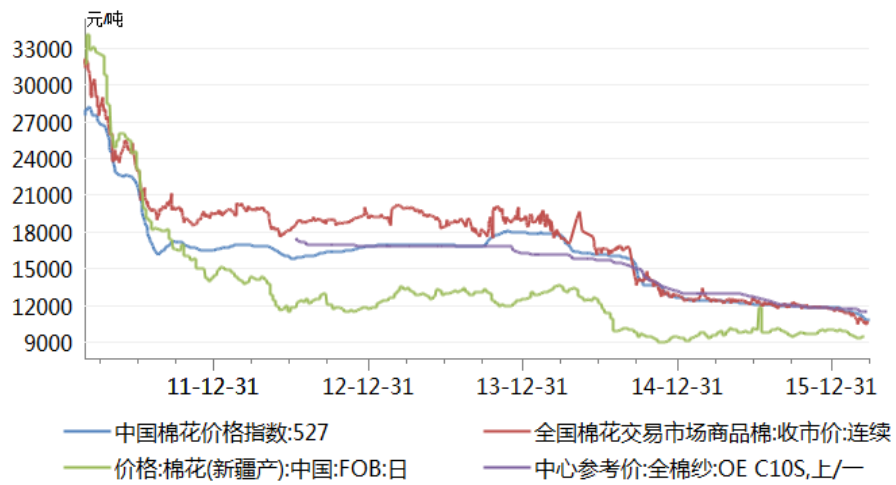
图5 我国棉花供给消费情况（万公顷、万吨）



资料来源：wind，鹏元整理

2014年4月起，我国开始实行棉花目标价格政策，取消临时收储政策，并选择了新疆作为直补试点对棉农实施直补，并且从2013年底开始中国储备棉管理总公司（或称“国储棉”）陆续以低于收购价的价格抛售储备的棉花。由于国家实施棉花收储的几年中，市场上的棉花大多被收储，因此国储棉低价抛储的行为带动整个市场棉花价格下降，棉纺织业生产的棉产品价格也随之下降。如下图所示，棉纺织业生产的棉产品的价格对棉花降价的反应较为迅速，其价格的下降与棉花价格的下降几乎同步。截至2016年3月25日，中国棉花价格指数（527）已降至10,795.00元/吨，国内棉花价格继续走低，一方面是持续受到政策调整影响；另一方面，受世界经济整体下行影响，纺织品消费持续低迷，而原油价格近几年大幅下跌，化纤产品相比棉花更具成本优势，纺织企业持续增加化纤在纺织制成品中的比重，加上内外棉价差依然存在，低价进口棉纱冲击国内市场，也部分减少了国产棉的使用量。

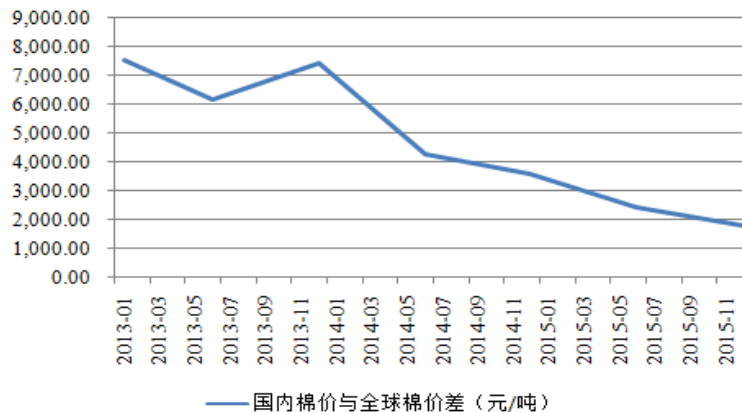
图6 2011-2015年我国棉花价格及棉纱价格日走势



资料来源：wind，鹏元整理

从长期来看，收储政策的取消将缩小国内外棉花差价，我国棉纺织业的竞争力将有所增强。2011年为了改善农村的经济情况，国家对棉花实行高价收储政策，即国家以高于市场的价格来收购农民手中的棉花，这使得国内外棉花一直存在较高的价差，又由于国内棉花进口有配额限制，不能随意进口棉花，国内棉纺织业只能以高于国际棉价的棉花作为生产原料。这使得在出口方面，我国纺织业的产品成本较高，削弱了在国际市场上的竞争力，在进口方面我国纺织业的下游厂商可以以更低的价格进口国外纺织业以低廉成本生产的产品，我国棉纺织业的竞争力大幅降低。收储政策取消后，国内外棉花差价缩小较多，从长期来看，将改变我国棉纺织业产品由于相对成本较高而带来的竞争劣势，我国棉纺织业的竞争力将有所增强。

图7 2013年1月-2016年2月国内棉花与国际棉花价差变化图



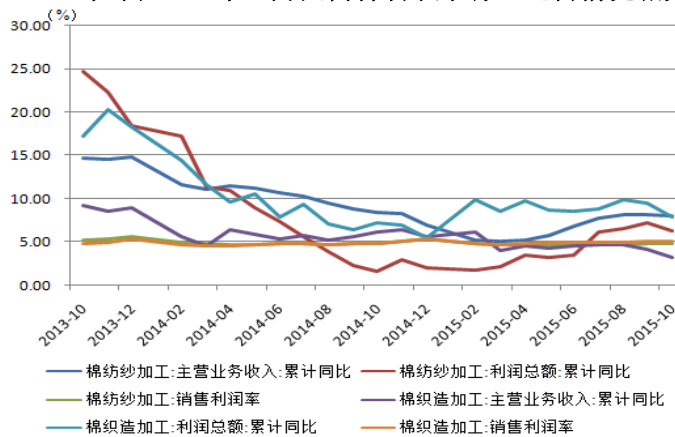
注：美元对人民币汇率按照月均汇率计算
资料来源：wind，鹏元整理

棉纺织业规模持续扩大，行业效益与运行质量平稳

据国家统计局数据显示，截至2015年10月底，全国共有棉纺纱加工企业5,619家，棉织造加工企业3,543家，棉纺织相关企业数量同比变化不大。资产规模方面，棉纺纱加工资产总规

模同比增长1.54%，棉织造加工总规模同比增长4.84%。2015年1-10月，棉纺纱加工实现主营业务收入12,863.59亿元，同比增长8.01%；实现利润总额626.24亿元，同比增长6.16%；销售利润率为4.87%，与去年同期基本持平；产成品库存总额同比下滑2.64%；亏损企业单位数716家，去年同期819家，亏损企业亏损总额33.44亿元，同比下降25.37%。2015年1-10月，棉织造加工实现主营业务收入4,911.48亿元，同比增长3.21%；实现利润总额249.72亿元，同比增长7.88%；销售利润率达到5.08%，较上年同期提高0.14个百分点；产成品库存总额同比增长2.46%，亏损企业单位数305家，去年同期342家，亏损企业亏损总额11.97亿元，同比下降13.37%。截至2015年9月底，全国当年生产棉布合计283.95亿米，销量累计277.10亿米，产销率98.2%，产销匹配情况较好。2015年，进口棉布数量1.78亿米，进口金额合计3.91亿美元。

图8 2013年9月-2015年10月国内棉纺织子行业运营情况相关指标



资料来源: wind, 鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要进行色织布、印染布及衬衣等棉纺产品的生产和销售，产品以出口外销为主。2015年公司主营业务、主要产品无重大变化。2015年公司实现主营业务收入30.20亿元，同比下降1.96%。2015年公司主营业务收入下降主要由于色织布收入下降11.43%。由于公司针织布、色纱、原棉等其他业务收入上涨，2015年公司实现营业收入34.77亿元，同比上升2.52%。

毛利率方面，2015年主营业务毛利率上升了1.13个百分点，达到23.32%。其中，色织布、印染布毛利率有所上升，主要系原材料棉纱采购成本大幅下降；衬衣的毛利率有所下降，主要系公司降价处理部分自有品牌长期库存衬衣，2015年公司衬衣均价较2014年下降3.82%，为49.16元/件。棉纱的毛利率有所上升，主要系原棉价格有所下降，增值税率从13%调整到17%，加之公司对棉纱的产品结构有所调整，附加值较高的特殊品种产量有所提高。

其他业务主要是原棉、针织布、废料、加工费，其中原棉的毛利率下降，系2015年公司原棉业务模式发生改变，目前原棉主要由公司的二级子公司江苏联发纺织材料有限公司（以下简称“联发材料”）进行贸易销售，比以往自产原棉的毛利率低。公司针织布、色纱的业务主要由公司二级子公司江苏联发领才织染有限公司（以下简称“联发领才”）负责，2015年公司针织布、色纱业务的毛利率有所上升，系联发领才逐步运行正常，毛利率逐步提高。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
色织布	178,697.02	25.84%	201,766.44	23.34%
印染布	55,434.88	20.00%	51,964.69	17.41%
衬衣	46,818.45	21.57%	41,013.79	23.93%
棉纱	15,209.06	7.34%	6,946.41	5.63%
电、汽、污水处理、压缩空气	5,827.44	33.60%	6,338.54	31.81%
合计	301,986.86	23.32%	308,029.87	22.19%

资料来源：公司2014-2015年审计报告，鹏元整理

表4 公司部分其他业务营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
原棉	8,617.02	1.39%	5,970.92	1.85%
针织布、色纱	16,764.12	5.34%	11,709.78	3.78%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司经营较为稳定，柬埔寨衬衫生产基地产能暂未全部释放

2015年公司面料产品（色织布、印染布）仍根据订单进行生产。公司继续施行小单元模式，将色织布生产中技术成熟、劳动密集和产品附加值相对较低的织造工序以“小单元”形式对外分包。截至2015年末，与公司合作的小单元为40家，与去年持平。2015年公司色织布的产能维持在1.6亿米/年，由于行业景气度波动，色织布接单量有所下降，导致产量下滑，2015年公司色织布产量为18,727.58万米，同比下降1.84%，产能利用率有所降低。色织布外协加工¹占比上升至21.03%，增加了9.57个百分点。

表5 2014-2015年公司色织布外协加工比重

项目	2015年	2014年
色织布	21.03%	11.46%

资料来源：公司提供，鹏元整理

¹外协加工方式是指公司接单后将部分订单分配给公司准入的外协厂商生产，生产完成后，产品由公司统一验收入库的生产方式。

表6 公司主要产品的产能、产量和产能利用率情况

产品	项目	2015年	2014年
色织布(万米)	产能	16,000.00	16,000.00
	总产量(包括外协加工)	18,727.58	19,078.33
	自产量	14,790.08	16,891.95
	产能利用率 ²	92.44%	105.57%
印染布(万米)	产能	6,000.00	6,000.00
	产量	4,290.04	4,058.86
	产能利用率	71.5%	67.65%
衬衣(万件)	产能	1,100.00	900.00
	产量	919.54	801.01
	产能利用率	83.59%	89.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2015年公司印染布产能维持稳定，约为6,000万米/年，产量为4,290.04万米，同比增长5.70%，系随着印染布市场行情转好，公司通过加强内部管理使得产品质量提升，来料加工业务增多，印染布接单量有所提高。目前产能利用率约为71.5%，产能未完全利用。

2015年，公司无新增衬衫生产基地，2014年公司新增的两个衬衫生产基地，AMM制衣（柬埔寨）公司（以下简称“AMM制衣”）和联发恒宇（柬埔寨）制衣有限公司（以下简称“恒宇”）的情况如下表所示。其中AMM制衣于2014年5月投产，2015年产能比2014年增加约60万件，恒宇已经于2015年6月开始试运行，新增部分衬衣加工产能约140万件，但由于柬埔寨衬衫生产基地处于运营初期，收入无法覆盖较高的固定资产折旧成本，盈利能力较弱，产能利用率²较低。由于衬衣订单量增加，2015年公司衬衣产量有所提高，同比增长14.80%。

表7 2015年公司柬埔寨衬衫生产基地情况（单位：万件/月，万元）

基地名称	产品	投产时间	产能状况	产量	净利润
AMM 制衣（柬埔寨）公司	衬衫	2014.5	15	9	-307.67
联发恒宇（柬埔寨）制衣有限公司	衬衫	2015.6	24	6	-279.72

资料来源：公司提供，鹏元整理

2015年公司进口棉花配额减少，生产员工工资上升，公司存在一定成本控制压力

2015年公司生产成本主要由纺织服装业务的原材料、生产相关员工工资以及能源构成，分别占营业成本的57.39%、14.29%、8.28%，其中原材料总额同比下降0.09%，工资总额同比增长8.42%，能源成本总额同比下降7.45%，主要系随着公司热电产能扩张，增加公司对内供电，一定程度上降低公司的用电成本。2015年公司热电产能扩张已基本结束，产能释

²产能利用率=自产量/产能。

放基本到位，2015年热电产电17,182万度，每度电降低成本0.04元。

棉花采购方面，2015年公司进口棉花配额降至3,249吨，同比下降50.80%，棉花的国际采购量有所下降，进口棉低价的成本优势有所减弱。由于国内棉花价格下跌，一定程度上缓冲了公司进口棉花配额变动带来的成本波动。

表8 公司近年获得的进口棉花配额（单位：吨）

项目	2015年	2014年	同比变化
棉花	3,249	6,603	-50.80%

资料来源：公司提供，鹏元整理

在长绒棉和细绒棉的采购价方面，除了长绒棉的国际采购价格略有上升外，其余均有不同程度的下降，细绒棉的下降幅度大于长绒棉。

表9 近年公司棉花采购情况（单位：万元、万元/吨，不含税）

项目	2015年				2014年		
	金额	同比变化	单价	同比变化	金额	单价	
长绒棉	国际采购	931.89	-23.31%	2.5	1.63%	1,215.19	2.46
	国内采购	2,319.19	-5.44%	2.73	-3.87%	2,452.60	2.84
	合计	3,251.08	-11.36%	-	-	3,667.79	-
细绒棉	国际采购	2,601.49	-71.60%	1.01	-21.71%	9,161.73	1.29
	国内采购	20,000.70	62.95%	1.26	-13.70%	12,273.78	1.46
	合计	22,602.19	5.44%	-	-	21,435.51	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

棉纱采购方面，由于国内的棉花价格下跌，公司大部分棉纱品种采购价格大幅的下降，棉纱价格的下降，降低了公司主要产品的原材料成本。

表10 近年公司棉纱部分品种采购均价（单位：万元/吨）

项目	2015年	2014年	同比变化
J40SC	2.36	2.94	-19.73%
J50SC	3.04	3.75	-18.93%
J60SC	3.89	4.90	-20.61%
J80S/2C	4.44	5.70	-22.11%
J100S/2C	6.00	7.45	-19.46%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司生产使用的棉纱依然以外购为主，外购占比为68.84%，较上年有所上升，外购主要为国内中高档棉纱。由于公司面料生产原材料棉纱仍以外购为主，且公司进行棉花套期保值业务规避棉花波动风险，棉花价格波动对公司整体经营影响有限。

表11 棉纱自产与外购情况（单位：吨）

项目	2015年	2014年	同比变化
自产	14,603.61	14,448.56	1.07%
外购	32,260.20	23,604.46	36.67%
合计	46,863.81	38,053.02	23.15%
外购占当期消费比例	68.84%	62.03%	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

供应商方面，2015年公司供应商集中度略有下降。2015年公司从前5名供应商合计采购金额占年度采购总额比例为14.51%，同比下降了6.08个百分点。2015年公司继续采用低库存策略强化库存管理，对原料采购部及业务部采取考核措施，按年制定库存目标，每月按实际库存对部门经理进行考核。2015年公司色织布、印染、衬衫、棉纱库存量占生产量的比例为5.88%、10.37%、10.11%、31.26%，除棉纱外，其余都有所降低，公司去库存压力有所下降。棉纱库存有所上升系联发材料已正常运营，贸易业务对棉纱的需求有所增加。

表12 2014-2015年公司主要产品库存量情况³

项目	2015年		2014年	
	库存量	库存量/生产量	金额	库存量/生产量
色织布（万米）	1,101.71	5.88%	1,030.18	6.10%
印染布（万米）	445.07	10.37%	455.82	11.23%
衬衣（万件）	92.98	10.11%	126.28	15.77%
棉纱（T）	4,564.78	31.26%	3,386.19	23.44%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2015年公司色织布销量下降，印染布、衬衣销量均有增长，产品出口外销占比增加，存在一定的汇率风险

2015年公司色织布销量有所下降，印染布和衬衣销量有所上升，其中色织布销量同比下降7.66%，销售均价同比下降4.07%，主要系终端需求不佳，接单量及接单价有所下降；印染布销量和销售均价都有所上升，产销率略有下降，系公司印染布市场不断扩大，产品质量不断提高，销量和销价有所提高；衬衣销量大幅上升，销售均价有所下降，产销率有所上升，系公司为减少自有品牌衬衣库存，降价促销所致，加之衬衣转口贸易大幅增加所致。2015年公司向孟加拉工厂出口面料，由孟加拉工厂制作服装再进行销售，转口贸易的运营模式是为了降低服装加工费的成本。目前，公司衬衣贴牌加工业务收入占衬衣收入的比重为93.49%，较上年上升了14.25%。

表13 2014-2015年公司主要产品销售情况

产品	项目	2015年	2014年	同比变化
----	----	-------	-------	------

³色织布生产量使用数据为色织布自产量。

色织布	销量（万平米）	13,285.89	14,387.57	-7.66%
	销售均价（元/米）	13.45	14.02	-4.07%
	产销率	70.94%	75.41%	-5.93%
印染布	销量（万平米）	4,064.99	3,889.71	4.51%
	销售均价（元/米）	13.64	13.36	2.10%
	产销率	94.75%	95.83%	-1.13%
衬衣	销量（万件）	952.35	802.44	18.68%
	销售均价（元/件）	49.16	51.11	-3.82%
	产销率	103.57%	100.18%	3.38%

资料来源：公司提供，鹏元整理

从销售区域来看，2015年公司产品仍以出口外销为主，2015年主营业务外销占比达到77.45%，提高了1.83个百分点，出口外销金额占主营业务销售金额的比例有所上升，系公司新增了转口贸易，与孟加拉工厂合作生产服装，公司回购后再销往其他国家。

表14 2014-2015年公司主营业务内销外销分布情况（单位：万元）

项目		2015年		2014年	
		金额	占比	金额	占比
外销	日本	5,679.98	1.88%	5,209.44	1.69%
	欧洲	55,840.50	18.49%	55,761.77	18.10%
	美国	94,954.65	31.44%	86,171.10	27.97%
	其他（东南亚）	77,423.28	25.64%	85,792.80	27.85%
外销合计		233,898.41	77.45%	232,935.11	75.62%
内销合计		68,088.45	22.55%	75,094.76	24.38%
合计		301,986.86	100.00%	308,029.87	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2015年公司客户集中度尚可，主要合作客户无重大变化，前5名客户合计销售金额占年度销售总额的比例为9.51%，同比上升了1.59个百分点。为了加速货款回笼，2015年公司对业务部门利润考核时，按应收账款余额的6%每月收取利息，逾期1-3月按5%每月收取利息，逾期4月按10%每月收取利息，一定程度上加快了应收账款回收速度。

公司产品主要销往国际市场，销售收入主要以美元结算，为有效减少外汇汇率变动带来的影响，公司对外销的外币流入进行套期保值，2015年末公司与银行签订远期外汇结售汇合同1,300万美元，约8,508万人民币。但由于公司近年来外销金额均在20亿元以上，原材料采购以国内棉纱采购为主，公司外汇风险敞口依然较大。此外，随着人民币汇率市场化的进行，人民币汇率波动幅度将继续增大，人民币贬值可能刺激出口订单量增加。整体上看，公司仍存在一定的汇率风险。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2015年审计报告及未经审计的2016年一季度报表，报告均采用新会计准则编制。2015年公司合并范围新增子公司4家，不再纳入公司合并范围的子公司2家，公司合并范围子公司情况详见附录五。

资产结构与质量

2015年公司资产规模稳步增长，基金产品、银行理财产品占比较高，资产流动性较高，整体资产质量较好

截至2015年末，公司总资产为44.72亿元，同比增长4.23%，资产结构较为稳定，以流动资产为主，2015年末占资产总额的比重为62.36%，同比下降2.23个百分点。

公司流动资产主要由货币资金、基金产品、银行理财产品、应收账款和存货构成。2015年末公司货币资金为23,518.35万元，同比下降37.19%，系公司为提高资金使用效率，利用暂时闲置资金投资短期金融资产所致。2016年第一季度末，公司货币资金较年初增加40.17%，主要是因为部分理财到期所致。2015年末公司交易性金融资产为1.99亿元，较上年末增加了1.99亿元，系公司子公司上海崇山投资有限公司购买的2亿元基金产品，2015年该项基金产品的公允价值变动收益为-70.00万元，该产品的流动性较强，主要投资于股票、债券、证券投资基金、债券逆回购、银行存款等金融产品，存在一定公允价值变动的风险。2015年末公司应收账款为34,328.38万元，同比下降7.84%，应收账款下降主要系公司业务部门加速货款回笼。2015年末公司预付款项为3,750.44万元，同比下降27.36%，较上年末减少1,412.40万元，预付账款下降系预付材料及设备款减少，截至2016年第一季度末，预付账款有所上升，系公司预付材料及设备款增加。2015年公司延续低存货策略以减少资金的占用，公司存货规模为51,664.95万元，同比下降3.50%，与上年相比变化不大，存货是原棉、棉纱、色织布、印染布、服装、针织布、色纱等，除自有品牌的衬衣外，其他存货的跌价风险较小，2015年公司对自有品牌服装计提1,852万元的存货跌价准备，整体来看，存货流动性较好。2015年末公司其他流动资产为14.39亿元，主要为委托理财产品。根据公司2015年年度报告，截至2015年末公司未到期委托理财金额共计16.00亿元，其中保本型理财产品5,487万元，风险较小，非保本型理财产品15.45亿元，金额较大，具有一定的风险。

作为生产型企业，公司非流动资产中固定资产占比较高，固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备。2015年末公司固定资产为138,445.43万元，同比增长12.00%，系南通联发热电有限公司、海安县联发制衣有限公司及联发恒宇（柬埔寨）制衣有限公司在建项目转入固定资产约3,000万元，其余固定资产增加主要是新增热电汽动空压站项目、热电炉建设项目、零星技术改造。用于抵质押的固定资产占固定资产总额的1.89%。公司固定资产成新率总体较好，截至2015年底，公司固定资产成新率为60.64%。2015年末公司无形资产为9,446.25万元，同比增长59.22%，较上年增加了3,513.32万元，共计增加土地面积243亩，其中江苏联发纺织股份有限公司增加97亩，已用作厂房建设；江苏联发纺织材料有限公司增加51亩，已用作仓库物流；南通联发天翔印染有限公司增加95亩，已用作厂房建设。公司其他非流动资产主要为委托贷款和预付的购建固定资产款，根据公司2014年第三次临时股东大会决议批准，公司委托招商银行海安支行向南通联飞纺织有限公司等20个入驻联发工业园区“小单元”公司提供贷款8,960万元人民币，贷款期限3至5年，贷款年利率均为7.08%，2015年末公司其他非流动资产为8,711.19万元，同比下降2.78%。2016年第一季度末非流动资产增速较快，主要原因是公司向海安开发区经济技术开发总公司、海安开发区建设投资有限公司提供了5亿元委托贷款，海安开发区经济技术开发总公司的实际控制人为海安经济技术开发区管理委员会，海安开发区建设投资有限公司的实际控制人为江苏海安经济开发区管理委员会，该委托放款的年利率均为9.6%，期限为30个月。委托放款对象为政府部门，该委托贷款用于基础设施配套支出、土地开发支出，分别由南通市新沿海实业有限公司、海安城镇建设投资有限公司以其合法拥有的全部资产为委托贷款事项提供连带责任担保。截至2016年3月31日，该两笔委托贷款占公司所有者权益的18.22%，金额较大，委托贷款回收时间可能受政府部门资金调度影响存在一定的不确定性。

总体来看，公司资产规模稳步增长，货币资金及理财产品占比较高，资产流动性较高，整体资产质量良好。

表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	32,965.98	7.36%	23,518.35	5.26%	37,443.57	8.73%
交易性金融资产	19,577.59	4.37%	19,930.01	4.46%	0.00	0.00%
应收账款	40,318.98	9.00%	34,328.38	7.68%	37,249.04	8.68%
预付款项	5,045.21	1.13%	3,750.44	0.84%	5,162.84	1.20%
存货	48,139.77	10.75%	51,664.95	11.55%	53,541.09	12.48%
其他流动资产	82,694.13	18.46%	143,582.39	32.11%	129,538.01	30.19%

流动资产合计	231,636.71	51.70%	278,887.91	62.36%	277,133.36	64.59%
固定资产	140,724.00	31.41%	138,445.43	30.96%	123,610.00	28.81%
无形资产	9,387.10	2.10%	9,446.25	2.11%	5,932.93	1.38%
其他非流动资产	57,048.00	12.73%	8,711.19	1.95%	8,960.00	2.09%
非流动资产合计	216,373.56	48.30%	168,313.96	37.64%	151,912.15	35.41%
资产总计	448,010.27	100.00%	447,201.87	100.00%	429,045.50	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

资产运营效率

公司存货周转速度提升，资产运营效率提高

2015年公司应收账款周转天数为37.06天，略有下降，公司的应收账款周转率与色织布龙头企业鲁泰⁴仍有一定差距。随着公司降低自有品牌服装的库存，2015年公司存货周转天数有所下降，库存货物周转效率增加，速度增快。公司存货周转率好于鲁泰。公司应付账款周转天数降低至38.19天，整体上公司净营业周期天数有所减少。

由于公司流动资产规模较大，2015年公司流动资产周转天数高于鲁泰，公司流动资产周转率欠佳。由于公司织造工序大部分外包给小单元，公司的固定资产与总资产规模尚可，公司固定资产周转天数、总资产周转天数均低于鲁泰。

总之，由于公司加速货款回收与低库存策略的实施，使得公司应收账款及存货周转速度提升，资产运营效率提高。

表16 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015年鲁泰	2014年鲁泰	2015年	2014年
应收账款周转天数	13.84	14.37	37.06	37.47
存货周转天数	144.98	144.42	68.61	79.53
应付账款周转天数	24.57	31.63	38.19	39.57
净营业周期	134.25	127.16	67.47	77.42
流动资产周转天数	184.62	180.00	287.85	267.22
固定资产周转天数	288.00	274.81	135.66	134.97
总资产周转天数	514.29	500.00	453.63	440.8

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及 wind 资讯，鹏元整理

盈利能力

2015年公司营业收入继续增长，增速下滑，毛利率水平基本稳定

⁴鲁泰全称鲁泰纺织股份有限公司，是鲁泰集团的子公司。截至 2015 年底，鲁泰总资产 90.91 亿元，所有者权益合计 71.77 亿元，产品 80%销往美国、欧盟、日本等 30 多个国家和地区，其中高档色织面料自主品牌出口占比达到 70%，出口市场份额占全球市场的 18%。

2015年公司实现营业收入34.77亿元，同比上升2.52%，增速有所下降；公司投资收益主要系银行理财投资、国债逆回购产品和委托贷款的投资收益，2015年投资净收益6,866.23万元，同比下降3.41%，主要系2015年公司委托贷款平均规模小于2014年。2015年公司实现营业利润3.87亿元，同比下降4.33%，下降了1,752.25万元，系公司对王小龙的其他应收款全额计提坏账准备600万元⁵，且对自有品牌衬衣积压库存计提存货跌价准备1,279.34万元。

2015年公司综合毛利率保持稳定。2015年公司实现利润总额4.13亿元，同比下降5.45%，下降了2,376.53万元，主要系衬衣库存计提的资产减值损失金额较大及财务费用较上年大幅增加，财务费用的大幅增加主要系2015年公司闲置资金用于购买银行理财产品，财务费用的抵减项利息收入较小，随着财务费用的增加，2015年公司期间费用率上升。政府对公司的补贴金额有所下降，2015年公司收到的政府补贴金额为0.33亿元，同比下降4.33%。

总体来看，2015年公司营业收入继续增长，但增速下滑，毛利率保持稳定，期间费用率水平略有上升。

表17 公司主要盈利指标

项目	2016年1-3月	2015年	2014年
营业收入（万元）	87,350.40	347,697.08	339,158.31
投资收益（万元）	2,419.06	6,866.23	7,108.39
营业利润（万元）	7,796.02	38,724.15	40,476.40
政府补助（万元）	48.46	3,293.57	3,521.05
利润总额（万元）	7,877.04	41,269.26	43,645.79
净利润（万元）	5,547.84	29,395.33	31,508.90
综合毛利率	19.10%	20.62%	20.60%
期间费用率	11.55%	10.10%	9.70%
总资产回报率	-	10.88%	12.02%
净资产收益率	-	10.86%	11.96%

资料来源：公司2014-2015年审计报告和未经审计的2016年第一季度报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，目前暂无产能扩张计划，短期内投资支出压力不大

2015年，公司实现净利润2.94亿元，同比下降6.71%。2015年随着公司继续施行低库存策略，加之经营性应收和应付项目减少，公司营运资本同比降低777.53万元。2015年公司收到政府补助款有所减少，人力成本的上升使得公司支付员工薪酬增加，缴纳税费增加等

⁵ 2014年11月6日，公司与江苏联发海之源医药有限公司（以下简称“海之源”）的另一股东王小龙签订股权转让协议，以600万元转让所持有海之源的全部股权，股权转让款于3年内付清。上述股权转让后，海之源持续处于亏损状态。出于谨慎性考虑，2015年公司对该项应收款全额计提坏账准备。

原因致使公司经营活动产生的现金流量净额为4.95亿元，同比下降20.38%。

2015年公司投资活动产生的现金流量净额为-5.64亿元，较上年相比，净流出减少，公司投资活动产生的现金流出主要系购买理财产品。目前，公司没有明确的项目投资计划，短期内投资支出压力不大。2015年公司筹资活动现金流量净额为-0.79亿元，主要是偿还债务支付的现金流出。

表18 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2015年	2014年
净利润	29,395.33	31,508.90
营运资本变化	777.53	14,087.61
其中：存货减少（减：增加）	596.80	11,268.51
经营性应收项目的减少（减：增加）	6,260.45	-11,656.85
经营性应付项目的增加（减：减少）	-6,079.72	14,475.94
经营活动产生的现金流量净额	49,540.37	62,223.65
投资活动产生的现金流量净额	-56,398.92	-118,357.08
筹资活动产生的现金流量净额	-7,871.83	-19,685.13
现金及现金等价物净增加额	-13,504.32	-75,574.16

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模有所增加，资产负债率有所上升

截至2015年底，公司负债总额增长至17.77亿元，同比增长13.03%；所有者权益下降至26.95亿元，主要系公司收购南通联发热电有限公司40%股权、占姆士纺织（欧洲）有限公司10%股权，江苏占姆士纺织有限公司收购深圳占姆士服饰有限公司6.67%股权，在编制合并财务报表时候，将股权收购支付对价款与所取得净资产份额之间的差额冲减了资本公积。2015年末负债与所有者权益的比例为65.94%，所有者权益对负债的保障程度有所降低。

表19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
负债总额	173,608.42	177,706.54	157,225.83
所有者权益	274,401.85	269,495.33	271,819.67
负债与所有者权益比率	63.27%	65.94%	57.84%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

截至2015年底，公司流动负债占负债总额的比例为52.34%，较上年末有所上升。流动负债主要由短期借款和应付账款构成，2015年末公司短期借款规模4.15亿元，同比增长119.58%，短期借款的增加主要系公司取得中国进出口银行江苏分行的短期借款。应付账款

规模基本稳定。

表20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	38,000.00	21.89%	41,500.00	23.35%	18,900.00	12.02%
应付票据	6,620.00	3.81%	5,378.00	3.03%	1,412.00	0.90%
应付账款	27,338.38	15.75%	29,231.08	16.45%	29,334.63	18.66%
预收款项	3,635.66	2.09%	2,895.58	1.63%	3,666.97	2.33%
应付职工薪酬	5,283.23	3.04%	6,376.08	3.59%	6,626.79	4.21%
应交税费	4,571.66	2.63%	5,511.26	3.10%	8,276.84	5.26%
应付利息	2,290.50	1.32%	1,026.40	0.58%	961.02	0.61%
流动负债合计	88,860.23	51.18%	93,008.79	52.34%	72,657.60	46.21%
应付债券	79,684.48	45.90%	79,634.04	44.81%	79,432.28	50.52%
非流动负债合计	84,748.19	48.82%	84,697.75	47.66%	84,568.23	53.79%
负债合计	173,608.42	100.00%	177,706.54	100.00%	157,225.83	100.00%
有息债务	124,422.21	71.67%	126,629.77	71.26%	99,878.83	63.53%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

2015 年末公司有息债务为 12.67 亿元，同比增长 26.78%，有息负债主要为短期借款和本期债券。公司有息负债规模进一步加大，存在一定的债务偿还压力。

表21 公司有息负债构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年
短期：			
短期借款	38,000.00	41,500.00	18,900.00
应付票据	6,620.00	5,378.00	1,412.00
长期：			
长期借款	117.73	117.73	134.55
应付债券	79,684.48	79,634.04	79,432.28
有息债务	124,422.21	126,629.77	99,878.83

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

公司资产中流动资产占比较高，流动资产、速动资产对流动负债的覆盖程度较好。2015 年，公司的短期偿债能力有所降低，主要系短期借款增加所致。由于终端需求不振，公司盈利能力一般，2015 年公司 EBITDA 有所下降，同比下降 1.87%，EBITDA 对利息的保障程度依然良好。

表22 公司偿债能力指标

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
资产负债率	38.75%	39.74%	36.65%
流动比率	2.61	3.00	3.81
速动比率	2.07	2.44	3.08
EBITDA（万元）	-	66,152.30	67,413.14
EBITDA利息保障倍数	-	10.33	10.77
总负债/EBITDA	-	2.69	2.33
经营活动净现金流/流动负债	0.07	0.53	0.86
经营活动净现金流/总负债	0.04	0.28	0.40

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

六、评级结论

公司主营业务在多年经营中形成一定的规模及渠道优势，持续平稳经营能力较强。2015 年公司经营稳定，大部分产品产销售收入均实现增长，但仍有一定的成本控制压力；由于采用去库存策略，公司去库存压力降低，存货周转率加快，资产运营效率提高。2015 年公司仍以出口外销为主，存在一定的汇率风险。目前，公司资产流动性较好，有息负债规模较大，存在一定的债务压力。

因此，鹏元决定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，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
流动资产：				
货币资金	32,965.98	23,518.35	37,443.57	113,674.94
交易性金融资产	19,577.59	19,930.01	0.00	0.00
应收票据	1,816.13	1,699.18	1,500.65	835.85
应收账款	40,318.98	34,328.38	37,249.04	33,350.87
预付款项	5,045.21	3,750.44	5,162.84	9,611.70
应收利息	659.79	16.54	106.44	114.58
其他应收款	419.14	393.05	2,545.27	2,584.85
存货	48,139.77	51,664.95	53,541.09	65,430.12
一年内到期的非流动资产	0.00	4.63	10,046.44	0.00
其他流动资产	82,694.13	143,582.39	129,538.01	767.97
流动资产合计	231,636.71	278,887.91	277,133.36	226,370.88
非流动资产：				
可供出售金融资产	3,256.11	3,256.11	2,600.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	2,500.00
投资性房地产	2,827.65	2,866.21	2,984.84	2,891.80
固定资产	140,724.00	138,445.43	123,610.00	130,708.15
在建工程	470.92	3,214.54	6,236.34	890.96
无形资产	9,387.10	9,446.25	5,932.93	6,190.48
商誉	170.45	170.45	29.11	4.53
长期待摊费用	401.39	409.06	352.41	731.21
递延所得税资产	2,087.94	1,794.72	1,206.51	1,231.27
其他非流动资产	57,048.00	8,711.19	8,960.00	30,000.00
非流动资产合计	216,373.56	168,313.96	151,912.15	175,148.39
资产总计	448,010.27	447,201.87	429,045.50	401,519.27
流动负债：				
短期借款	38,000.00	41,500.00	18,900.00	18,900.00
应付票据	6,620.00	5,378.00	1,412.00	2,284.00
应付账款	27,338.38	29,231.08	29,334.63	29,869.85
预收款项	3,635.66	2,895.58	3,666.97	3,660.26
应付职工薪酬	5,283.23	6,376.08	6,626.79	5,158.07
应交税费	4,571.66	5,511.26	8,276.84	-842.85
应付利息	2,290.50	1,026.40	961.02	967.47
其他应付款	1,094.13	956.38	1,226.01	824.25
一年内到期的非流动负债	26.67	26.67	112.50	0.00

其他流动负债	0.00	107.35	2,140.86	0.00
流动负债合计	88,860.23	93,008.79	72,657.60	60,821.05
非流动负债：				
长期借款	117.73	117.73	134.55	2,326.36
应付债券	79,684.48	79,634.04	79,432.28	79,230.53
递延所得税负债	21.65	21.65	0.00	0.00
递延收益	0.00	4,924.33	5,001.40	0.00
其他非流动负债	4,924.33	0.00	0.00	3,942.67
非流动负债合计	84,748.19	84,697.75	84,568.23	85,499.56
负债合计	173,608.42	177,706.54	157,225.83	146,320.61
股东权益：				
股本	32,370.00	32,370.00	32,370.00	21,580.00
资本公积金	96,356.83	96,605.19	107,804.37	119,368.41
其它综合收益	177.94	120.06	-2,167.35	0.00
盈余公积金	17,020.48	17,020.48	13,386.02	10,818.99
未分配利润	125,036.65	119,210.48	109,581.03	92,556.03
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	-28.90
归属于母公司所有者权益合计	270,961.91	265,326.22	260,974.07	244,294.52
少数股东权益	3,439.94	4,169.12	10,845.60	10,904.13
所有者权益合计	274,401.85	269,495.33	271,819.67	255,198.66
负债和所有者权益总计	448,010.27	447,201.87	429,045.50	401,519.27

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告、未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
营业总收入	87,350.40	347,697.08	339,158.31	320,514.69
营业收入	87,350.40	347,697.08	339,158.31	320,514.69
营业总成本	81,621.02	315,769.17	305,790.29	288,718.55
营业成本	70,669.31	276,011.41	269,283.97	254,039.35
营业税金及附加	732.60	2,400.42	3,416.70	2,298.31
销售费用	4,163.31	16,007.32	16,485.56	15,767.56
管理费用	3,633.87	12,546.69	12,105.30	11,346.41
财务费用	2,287.86	6,552.48	4,296.37	4,107.08
资产减值损失	134.08	2,250.85	202.39	1,159.84
其他经营收益	2,066.64	6,796.24	7,108.39	5,363.76
公允价值变动净收益	-352.41	-69.99	0.00	0.00
投资净收益	2,419.06	6,866.23	7,108.39	5,363.76
营业利润	7,796.02	38,724.15	40,476.40	37,159.90
加：营业外收入	105.03	3,466.91	3,848.45	3,469.71
减：营业外支出	24.00	921.80	679.06	203.96
其中：非流动资产处置净损失	0.00	694.63	213.25	83.63
利润总额	7,877.04	41,269.26	43,645.79	40,425.65
减：所得税	2,329.20	11,873.93	12,136.89	11,343.39
净利润	5,547.84	29,395.33	31,508.90	29,082.27

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告、未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	87,540.46	337,083.45	278,325.64	338,971.66
收到的税费返还	5,496.78	23,010.88	20,247.80	20,307.23
收到其他与经营活动有关的现金	1,300.04	3,988.24	8,966.25	9,454.56
经营活动现金流入小计	94,337.28	364,082.57	307,539.69	368,733.45
购买商品、接受劳务支付的现金	61,683.56	215,683.87	162,379.57	263,017.52
支付给职工以及为职工支付的现金	15,050.12	54,839.95	48,122.92	41,216.40
支付的各项税费	5,774.03	25,915.93	19,706.53	16,129.52
支付其他与经营活动有关的现金	5,604.78	18,102.45	15,107.03	14,294.70
经营活动现金流出小计	88,112.49	314,542.20	245,316.04	334,658.14
经营活动产生的现金流量净额	6,224.78	49,540.37	62,223.65	34,075.32
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	155,861.82	590,169.81	273,600.00	272,500.00
取得投资收益收到的现金	1,775.81	6,956.13	6,850.99	5,259.97
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	6.80	1,185.47	268.82	10,219.17
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	207.73	38.36	0.00
投资活动现金流入小计	157,644.42	598,519.15	280,758.17	287,979.15
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4,235.29	23,578.99	20,383.20	37,601.89
投资支付的现金	146,960.00	631,339.08	378,695.39	304,799.29
支付其他与投资活动有关的现金	0.11	0.00	36.66	0.00
投资活动现金流出小计	151,195.40	654,918.07	399,115.25	342,401.18
投资活动产生的现金流量净额	6,449.03	-56,398.92	-118,357.08	-54,422.03
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	490.00	529.45
取得借款收到的现金	1,500.00	58,641.56	26,930.73	30,345.21
收到其他与筹资活动有关的现金	831.60	652.50	1,099.71	5,542.89
筹资活动现金流入小计	2,331.60	59,294.06	28,520.44	36,417.55
偿还债务支付的现金	5,000.00	41,041.56	29,122.55	38,751.55
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	436.46	25,804.64	18,640.52	16,278.44
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	0.00	0.00	1,547.24	1,641.44
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	319.69	442.50	1,309.71
筹资活动现金流出小计	5,436.46	67,165.89	48,205.57	56,339.70
筹资活动产生的现金流量净额	-3,104.86	-7,871.83	-19,685.13	-19,922.15
汇率变动对现金的影响	110.28	1,226.06	244.40	-181.48

现金及现金等价物净增加额	9,679.23	-13,504.32	-75,574.16	-40,450.35
期初现金及现金等价物余额	23,286.75	36,791.07	112,365.23	152,815.58
期末现金及现金等价物余额	32,965.98	23,286.75	36,791.07	112,365.23

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告、未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项 目	2015年	2014年	2013年
净利润	29,395.33	31,508.90	29,082.27
加：资产减值准备	2,250.85	202.39	1,159.84
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	18,057.45	16,546.81	14,853.15
无形资产摊销	219.41	291.80	333.39
长期待摊费用摊销	204.30	666.65	523.66
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	588.56	-9.89	-580.95
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	69.99	0.00	0.00
财务费用（收益以“-”号填列）	5,175.82	6,017.69	6,606.58
投资损失（收益以“-”号填列）	-6,866.23	-7,108.39	-5,363.76
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-588.21	24.50	302.19
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	21.65	0.00	0.00
存货的减少（增加以“-”号填列）	596.80	11,268.51	-14,922.82
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	6,260.45	-11,656.85	-10,742.11
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-6,079.72	14,475.94	12,866.52
其他	233.91	-4.42	-42.63
经营活动产生的现金流量净额	49,540.37	62,223.65	34,075.32
现金的期末余额	23,286.75	0.00	112,365.23
减：现金的期初余额	36,791.07	0.00	152,815.58
加：现金等价物的期末余额	0.00	36,791.07	0.00
减：现金等价物的期初余额	0.00	112,365.23	0.00
现金及现金等价物净增加额	-13,504.32	-75,574.16	-40,450.35

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
有息债务（万元）	124,448.88	126,656.44	99,878.83	102,740.89
资产负债率	38.75%	39.74%	36.65%	36.44%
流动比率	2.61	3.00	3.81	3.72
速动比率	2.07	2.44	3.08	2.65
综合毛利率	19.10%	20.62%	20.60%	20.74%
总资产回报率	-	10.88%	12.02%	11.98%
EBITDA（万元）	-	66,152.30	67,413.15	62,560.95
EBITDA 利息保障倍数	-	10.33	10.77	2.27

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告、未经审计的 2016 年第一季度报告，鹏元整理

附录五 截至2015年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
阿克苏联发纺织有限公司	新疆阿克苏	新疆阿克苏	棉纱	-	100	投资设立
阿克苏联发棉业有限公司	新疆阿克苏	新疆阿克苏	棉花加工	-	100	投资设立
海安县联发制衣有限公司	江苏海安县	江苏海安县	衬衣	100	-	投资设立
淮安市联发制衣有限公司	江苏涟水县	江苏涟水县	衬衣加工	-	100	投资设立
宿迁联发制衣有限公司	江苏宿迁市	江苏宿迁市	衬衣加工	-	100	投资设立
泗阳联发霞飞制衣有限公司	江苏泗阳县	江苏泗阳县	衬衣加工	-	100	投资设立
江苏占姆士纺织有限公司	江苏海安县	江苏海安县	贸易	100	-	投资设立
上海豪恩服饰有限公司	上海奉贤区	上海奉贤区	贸易	-	100	投资设立
南通占姆士服饰有限公司	江苏南通	江苏南通	贸易	-	100	投资设立
深圳占姆士服饰有限公司	广东深圳市	广东深圳市	贸易	-	100	投资设立
成都占姆士服饰有限公司	四川成都市	四川成都市	贸易	-	100	投资设立
江苏联发领才织染有限公司	江苏海安县	江苏海安县	针织布	51	-	投资设立
联发纺织(香港)有限公司	香港	香港	贸易	100	-	投资设立
占姆士纺织(欧洲)有限公司	意大利	意大利	贸易	100	-	投资设立
联发纺织有限公司	美国纽约	美国纽约	贸易	100	-	投资设立
联发领才织染有限公司	香港	香港	贸易	-	51	投资设立
江苏联发纺织材料有限公司	江苏海安县	江苏海安县	贸易	100	-	投资设立
联发恒宇(柬埔寨)有限公司	柬埔寨	柬埔寨	衬衣	100	-	投资设立
亿联服装贸易有限公司	美国纽约	美国纽约	贸易	-	100	投资设立
海安占姆士进出口有限公司	江苏海安县	江苏海安县	贸易	-	100	投资设立
上海杰姆绅服饰有限公司	上海奉贤区	上海奉贤区	贸易	100	-	投资设立
上海崇山投资有限公司	上海杨浦区	上海杨浦区	投资	100	-	投资设立
淮安市联发纺织有限公司	江苏涟水县	江苏涟水县	制造	74	-	同一控制下企业合并
海安联发棉纺有限公司	江苏海安县	江苏海安县	制造	100	-	同一控制下企业合并
南通联发热电有限公司	江苏海安县	江苏海安县	电、蒸汽	100	-	非同一控制下企业合并
南通联发印染有限公司	江苏海安县	江苏海安县	印染布	100	-	非同一控制下企业合并
联发制衣(柬埔寨)有限公司	柬埔寨	柬埔寨	衬衣	-	100	非同一控制下企业合并

AMM 制衣（柬埔寨）公司	柬埔寨	柬埔寨	衬衣	67	-	非同一控制下企业合并
南通联发天翔印染有限公司	江苏海安县	江苏海安县	印花布	66.67	-	非同一控制下企业合并

注：

1、2015年5月25日，江苏占姆士纺织有限公司收购顾永曙所持有的深圳占姆士服饰有限公司6.67%股权。转让后，深圳占姆士服饰有限公司成为江苏占姆士纺织有限公司的全资子公司。（2014年公司持有93.33%）

2、2015年8月，公司收购IVAN GIZZZI所持有的占姆士纺织（欧洲）有限公司所持有的10%股权，转让后，占姆士纺织（欧洲）有限公司成为公司的全资子公司。（2014年公司持有90.00%）

3、2015年8月20日，公司与辉誉企业有限公司（以下简称“辉誉企业”）签订股权协议，本公司受让辉誉企业所持有的南通联发热电有限公司（以下简称“南通热电”）40%股权，公司为本次交易支付1.68亿元。2015年9月9日，南通热电办妥工商变更登记手续。转让后，南通热电成为公司的全资子公司。（2014年公司持有60%）

资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营	应收账款周转天数（天）	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数（天）	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数（天）	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	净营业周期（天）	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	流动资产周转天数（天）	$[(\text{本年流动资产} + \text{上年流动资产}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	固定资产周天数（天）	$[(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	总资产周转天数（天）	$[(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
现金流	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	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	长期借款 + 应付债券
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期借款
有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务	

附录七 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。