



2022年芜湖富春染织股份有限公司公开发行 行可转换公司债券2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2022年芜湖富春染织股份有限公司公开发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
富春转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到芜湖富春染织股份有限公司（以下简称“富春染织”或“公司”，股票代码：605189.SH）主要从事色纱生产业务，2023年公司产能继续提升，在建项目的推进将支撑公司营收增长，控股股东提供的股份质押担保仍能为本期债券偿付提供一定保障；同时中证鹏元也关注到，公司2023年利润总额下滑明显，盈利能力承压，资本开支保持较大规模，短期偿债压力加大，且需关注公司新增产能的消化风险以及质押股份市值波动风险。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	44.26	40.69	31.00	21.13
归母所有者权益	18.25	18.00	17.24	14.97
总债务	18.85	16.16	10.58	2.99
营业收入	5.37	25.11	22.08	21.75
净利润	0.30	1.04	1.63	2.33
经营活动现金流净额	-3.84	0.72	1.63	0.65
净债务/EBITDA	--	3.30	-0.14	-1.32
EBITDA 利息保障倍数	--	12.88	15.82	137.62
总债务/总资本	50.82%	47.31%	38.03%	16.65%
FFO/净债务	--	20.33%	-447.69%	-62.00%
EBITDA 利润率	--	8.42%	8.40%	14.72%
总资产回报率	--	3.53%	7.24%	15.96%
速动比率	0.78	1.00	1.86	1.91
现金短期债务比	--	1.25	2.40	2.87
销售毛利率	11.78%	11.49%	11.79%	18.54%
资产负债率	58.78%	55.76%	44.38%	29.12%

注：2021-2022年净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系净债务为负导致的。

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

评级日期

2024年06月21日

联系方式

项目负责人：胡长森
huchs@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司产能大幅提升，在建项目的推进将支撑公司营收增长。**2023年公司在荆州的年产6万吨高品质筒子纱染色建设项目新增产能4万吨，同时IPO募投项目年产3万吨高品质筒子纱生产线建设项目剩余部分全部投产，公司产能大幅提升至11.20万吨，产量和销售随之增长，2024年公司项目要继续释放新产能，可以为公司收入增长提供支撑。
- **控股股东提供的股份质押担保仍能为本期债券偿付提供一定保障。**截至2024年6月19日，公司控股股东何培富先生将其持有的6,704.89万股公司股票用于为本期债券提供担保，质押股票市值为7.34亿元（按当天公司股票收盘价10.94元/股计算），股权质押担保为本期债券的偿付提供了一定保障。

关注

- **公司利润下滑明显，盈利能力承压。**2023年公司利润总额为1.17亿元，同比下降35.68%，一是2022年公司收到上市补助资金导致当年营业外收入规模较大所致；二是2023年对新野纺织的预付款项计提部分坏账准备，同时受宏观经济及下游市场需求偏弱等因素的影响，2023年主营产品染色加工费平均价格有所下降造成盈利空间收窄。
- **资本开支保持较大规模，短期偿债压力加大，且需关注公司新增产能的消化风险。**公司资本支出持续保持较大规模，总债务随着经营规模的扩大而保持增长，短期偿债压力加大，2023年末主要在建项目尚需投资规模较大，预计后续仍需通过融资补缺；公司下游纺织行业需求仍待修复，行业库存消化压力大，仍需持续关注新建项目投产后的产能消化风险。
- **需持续关注质押股份市值波动风险。**2024年以来公司股票价格波动下行，为满足质押股票市场价值对本期债券未偿付本息的覆盖倍数要求，根据公司2024年6月19日发布的公告，控股股东何培富为本期债券补充质押1,700万股。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司从事色纱生产的时间较早，拥有自主品牌“天外天”和富春标准色卡，2023年公司产能大幅增长，产量和销售随之增长，2024年公司项目要继续释放新产能，可以为公司收入增长提供支撑。

同业比较（单位：亿元）

指标	华孚时尚	航民股份	联发股份	华纺股份	迎丰股份	公司
总资产	170.41	89.44	62.24	34.87	21.88	40.69
营业收入	136.63	96.66	42.61	27.98	15.47	25.11
净利润	0.69	7.75	1.48	0.09	0.35	1.04
销售毛利率	4.24%	13.79%	16.92%	14.56%	15.07%	11.49%
资产负债率	62.16%	23.46%	36.71%	63.94%	47.35%	55.76%
研发投入占比	1.03%	1.91%	1.26%	4.43%	4.28%	3.61%

注：以上各指标均为2023年数据。

资料来源：iFind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
纺织服装企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa-**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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
富春转债	5.70	5.70	2023-04-18	2028-06-22

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年6月发行6年期5.70亿元可转换公司债券，募集资金原计划扣除发行费用后，全部用于智能化精密纺纱项目（一期）项目。截至2023年末，本期债券募集资金专项账户余额为2.15亿元。

三、发行主体概况

2023年以来，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2024年3月末，公司实际控制人仍为何培富、何璧颖、何璧宇（何璧颖和何璧宇均为何培富之女）和俞世奇（与何璧颖系夫妻关系），合计控制公司62.46%股权，其中何培富为公司控股股东，直接持有公司45.74%股权，俞世奇通过芜湖富春创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“富春投资”）间接控制公司5.23%股权，此外，何培富作为有限合伙人持有芜湖勤慧创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“勤慧投资”）4.08%股权，股权结构图参见附录二，勤慧投资和富春投资均为公司的员工持股平台，公司实际控制人持股比例较高，股权结构相对稳定。根据公司2024年6月19日发布的公告，截至公告日，上述4个实际控制人中仅何培富质押公司股份数量6,704.89万股，占公司总股本的44.77%，占其直接持有公司股份的97.88%，控股股东股权质押比例较高。

公司主营业务为色纱的研发、生产和销售，产品以色纱为主，2023年公司新设3家子公司安徽天外天纺织有限公司、富春染织（香港）有限公司和安徽富春物流有限公司，截至2024年3月末，纳入公司合并范围的子公司有8家。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，

制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

2023年纺织行业延续“弱需求”态势，海外需求收缩，出口压力明显加大，但在内需市场回暖的驱动下，行业景气度边际回升，利润水平得到有效改善，中短期内预计行业呈现弱复苏态势

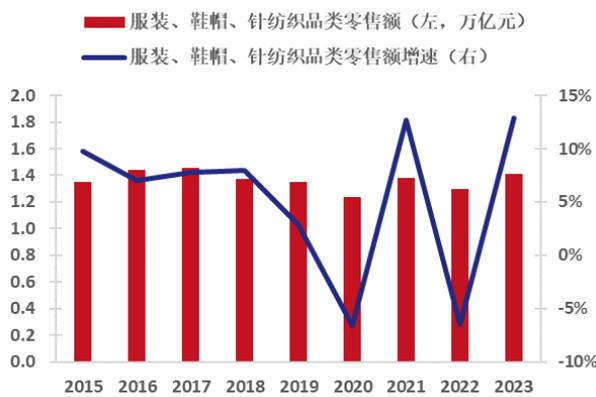
2023年，受外部环境复杂等因素影响，国际纺织产业链供应链布局持续调整，我国纺织行业产销形势仍较为严峻。海外需求收缩、原材料成本处于高位、贸易环境更趋复杂等风险因素对纺织行业造成较大外部冲击，经济运行压力显著加大，全年纺织业产能利用率和生产增速持续放缓，其中产能利用率为76.4%，较上年回落0.8个百分点，但仍高于同期全国工业产能利用水平；工业增加值持续负增长，2023年规模以上纺织企业工业增加值同比减少1.2%。

从国内市场看，随着国家扩内需、促消费各项政策措施落地显效，居民多样化、个性化衣着消费需求加快释放，我国纺织服装内需呈现回暖趋势，2023年全年行业综合景气指数持续位于50以上。2023年全国限额以上单位服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额同比增长12.9%，增速较2022年大幅回升19.4个百分点。内销市场持续回暖的驱动下，行业利润水平得到有效改善，2023年我国规模以上纺织企业营业

收入同比减少0.8%，降幅较2022年收窄0.1个百分点，利润总额同比增长7.2%，增速由负转正。产业链绝大多数环节效益情况较上年改善明显，化纤、丝绸、棉纺织、毛纺织、麻纺织和纺织机械等细分子行业利润总额同比增幅均超过10%。

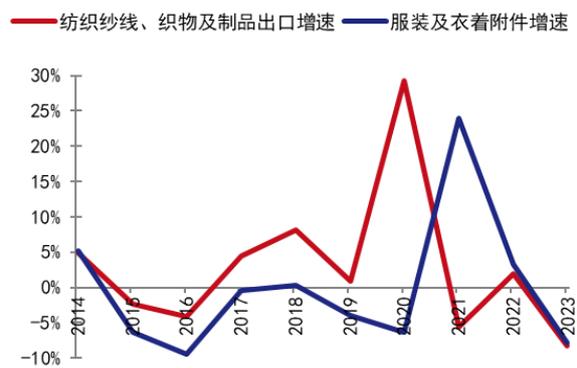
出口方面，海外服装品牌库存处于较高位置，2023年为去库存周期，且受俄乌冲突、欧美通胀以及东南亚订单转移等因素影响，国际需求明显放缓，我国纺织行业出口压力明显加大，2023年全年纺织品服装出口总额为2,936.4亿美元，同比下降8.1%，增速由正转负，其中服装出口额1,591.4亿美元，同比减少7.8%。在出口贸易结构上，我国对美国、欧盟、日本等市场纺织品服装出口规模均较上年有所减少，对“一带一路”沿线的土耳其、俄罗斯等国家出口稳中有升。当前国际品牌去库存成效显著，2024年有望迎来补库需求，中短期内预计行业呈现弱复苏态势。

图 1 国内服装、鞋帽、针纺织品零售复苏



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 纺织品及服装出口压力明显增大



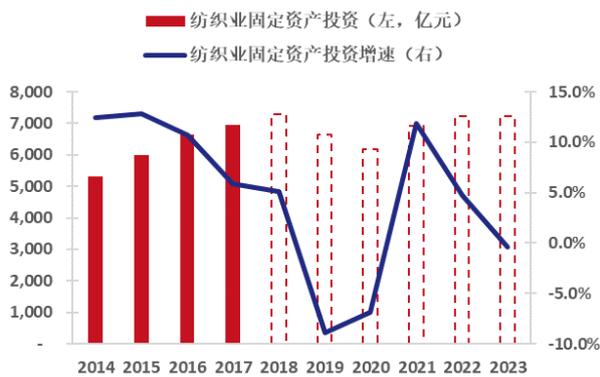
资料来源：Wind，中证鹏元整理

受成本传导压力加大等因素影响，2023年行业开工率和新增投资更为谨慎，库存消化压力加大，行业经营环境和市场信心仍待修复

自2016年开始，纺织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、加强组织实施提质增效方案、加大资金支持以及优化市场环境等政策支持下，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，2020-2021年全行业投资增势良好。2022年我国纺织业固定资产投资完成额同比增长4.7%，维持增长态势，但增速较上年回落7.2个百分点。2023年受市场需求偏弱、成本传导压力加大等因素的影响，纺织企业投资信心相对不足，全年我国纺织业固定资产投资完成额同比下降0.4%，但从趋势上看，随着盈利水平逐渐改善及行业转型升级步伐加快，全年行业投资降幅持续收窄。

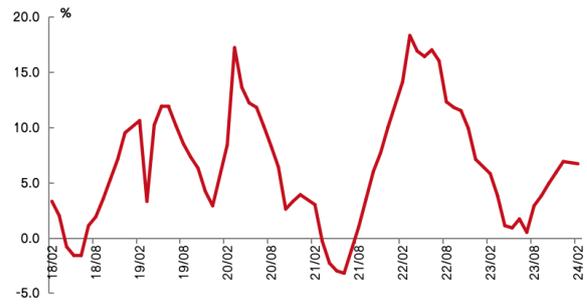
2022年纺织业产成品库存增速整体处于较高水平，主要系运输受阻及下游需求不足所致。在零售市场回暖的带动下，2023年纺织业产成品库存增速同比有所下降，但受下游客户普遍出现下单谨慎及订单推迟的现象，下单节奏呈现小批量、多批次特点的影响，2023年7月开始库存增速有所回升。

图 3 2022 年以来纺织业固定资产投资增速回落¹



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 2023 年下半年纺织业产成品库存增速回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

全国棉花资源供应充足，预计短期内棉价上行驱动有限

从上游原材料看，2023年以来，外需转弱，全球经济下行压力整体加大，国内棉花价格小幅震荡运行，具体来看，2023年初消费信心回增、棉花价格稳中上涨，随后9月全国新棉采摘、交售工作逐步展开，棉花价格冲高回落。截至2024年4月末，全国棉花商业库存433.59万吨，低于去年同期9.89万吨；纺织企业在库棉花工业库存量为90.63万吨，同比增加20.07万吨，全国棉花资源供应充足，预计短期内棉价上行驱动有限。

图 5 2023 年以来羊毛价格震荡下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

¹ 2018-2023 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。

五、经营与竞争

公司主要从事色纱生产业务，采用富春标准色卡进行“仓储式生产”，2023年以来产能大幅提升，产量和销售随之增长，但由于下游市场需求偏弱，公司产品售价下调，盈利能力承压，2024年公司项目要继续释放新产能，下游行业库存消化压力大，仍需关注新增产能的消化风险和项目建设资金压力

公司主营业务为色纱的研发、生产和销售，2023年营业收入仍主要由色纱销售、贸易纱和受托加工费构成，其中色纱销售收入占比88.29%。色纱即将胚纱经过染整加工后，络成适合袜机、圆纬机、横机、梭织机等纺织机械使用的筒形纱线，广泛应用于袜业、毛巾、毛衫、圆机、梭机、家纺等领域；贸易纱是公司将采购的胚纱、色纺纱直接对外销售；受托加工收入是公司接受客户委托，对客户提供的胚纱进行染整加工并收取加工费。2023年公司营业收入同比增长13.73%，其中国内市场销售额同比增长12.92%，国际市场销售额同比增长23.11%。由于下游市场需求偏弱，公司产品平均售价下降导致2023年公司销售毛利率小幅下降。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
色纱	22.17	88.29%	11.79%	19.72	89.33%	11.98%
贸易纱	1.77	7.06%	3.59%	1.64	7.44%	4.14%
受托加工费	0.88	3.52%	19.00%	0.61	2.77%	17.63%
主营业务	24.82	98.87%	11.46%	21.98	99.54%	11.55%
其他业务	0.28	1.13%	14.04%	0.10	0.46%	63.63%
合计	25.11	100.00%	11.49%	22.08	100.00%	11.79%

注：表中合计数尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

公司从事色纱生产的时间较早，但该行业技术门槛不高，行业集中度较低，市场竞争压力较大，且客户对色卡的需求具有多样性，以及染整行业环保要求较高，因此近年公司持续保持一定规模的研发投入，用于提高技术工艺、开发新产品，2023年公司研发投入为9,052.06万元，占营业收入的比重为3.61%，与上年同期持平。2023年公司在荆州的年产6万吨高品质筒子纱染色建设项目新增产能4万吨，同时IPO募投项目年产3万吨高品质筒子纱生产线建设项目剩余部分全部投产，公司产能大幅提升，但是由于荆州项目投产时间较短，2023年未实现满产，公司产能利用率下降至79.29%，公司产销率表现仍较好。受宏观经济及下游市场需求偏弱等因素的影响，2022年下半年以来公司主动下调加工费以争取订单，使得下游色纱售价下跌，2023年平均销售单价为2.70万元/吨，同比下降较多。

表2 公司产销平衡情况（单位：吨、吨/年、万元/吨）

项目	2023年	2022年
产能	112,000.00	68,000.00

生产数量	88,804.91	68,549.80
销售数量	85,539.05	67,263.74
产能利用率	79.29%	100.81%
产销率	96.32%	98.12%
销售均价	2.70	3.02

注：销售均价=（色纱销售收入+受托加工费收入）/销售数量

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

生产模式上，公司仍执行“仓储式生产为主，订单式生产为辅”的生产模式，其中仓储式生产主要依托于富春标准色卡，通过建立标准色数据库，将原先行业内普遍的来样定制模式，转变成仓储式生产模式，公司根据历史销售数据、市场未来需求预测以及实际订单情况等信息，按照标准工艺流程对色卡中各类色纱先行进行生产备货，客户从色卡中挑选所需色纱后向公司下单，该类生产模式可以实现色纱的标准化、大批量生产，降低生产成本，缩短交货周期；订单式生产主要为来料加工和来样定制，即公司接受客户订单后，按订单要求组织生产，公司现有的袜业客户基本以仓储式生产为主，订单式生产为辅模式，新品市场目前主要为来料加工和来样定制，但已经在着手研发新品类色卡，客户包括毛衫、毛巾等。

销售模式上，公司以“天外天”品牌直接面向客户进行销售，一般与客户先行签订产品销售的框架协议，客户在具有实际采购需求时参照公司发布的价格单、向公司销售部门询价后发出订单，并在订单中约定具体产品规格、数量、价格、货期等信息，目前大部分客户通过富春标准色卡选色下单并支付预付款，公司产品销售以先款后货和先款现货为主，近年应收账款规模较小。

采购模式上，公司采购总体遵循“以产定购+合理库存”的原则，由采购部门结合生产部门的生产计划、现有库存数量以及采购周期等因素制定采购计划，对于市场紧俏或者预期采购成本会上涨的原材料，公司会择机适当增加库存备货；原材料价格下行时，在保证生产供应的前提下，压缩库存双重灵活的采购模式，现阶段公司主要保留1个月左右的原材料库存。原材料是公司最主要的营业成本，近年直接材料占公司营业成本的比重在80%以上，公司上游主要原材料包括胚纱、染料和助剂，其中胚纱是最主要的采购品种，2023年5月本期债券募投项目开始陆续投产，其主要产品为胚纱，公司胚纱采购数量减少，同时增加了棉花的采购量，该项目是公司现有业务向上游产业链的延伸，有利于优化生产工序，同时保障原材料质量。公司可以从长江取水，用水成本较低，加上技术方面的优势，近年公司吨纱取水量不断降低。2023年公司原材料成本同比增长11.94%，低于营业收入增长率。2023年以来上游原材料价格震荡下调，当前仍处于低位，公司原材料采购成本明显下降，有利于进行成本管控。

表3 公司主要原材料采购情况（单位：吨、万元、万元/吨）

项目	2023年			2022年		
	采购数量	采购金额	平均采购均价	采购数量	采购金额	平均采购均价
胚纱	94,776.38	166,709.98	1.76	64,377.00	150,634.00	2.34
染料	2,673.23	7,663.66	2.87	1,213.00	4,909.00	4.05

助剂	55,195.24	9,679.26	0.18	37,583.00	7,967.00	0.21
合计	-	184,052.90	-	-	163,510.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从上下游关系来看，2023年公司前五大客户销售金额占比和前五大供应商采购金额占比分别为10.55%和30.62%，客户集中度较低，仍以袜子类生产企业为主，但由于公司持续进行新品拓展，毛巾和毛衫类客户有所增长，目前与公司存在长期合作关系的客户超千家。采购方面，第一大供应商保持不变且采购规模上升；2023年公司对河南新野纺织股份有限公司（以下简称“新野纺织”，股票简称：002087.SZ）的采购金额下降，截至2023年末公司对新野纺织的预付货款为3,040.94万元，其中70%已计提坏账准备，即2,128.66万元。新野纺织股票简称为“*ST新纺”，根据公开资料，其2023年经审计的期末净资产为负，且2023年审计意见为“无法表示意见”。

表4 公司前五大供应商和客户情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占比	客户名称	销售金额	占比
2023年	供应商 A	36,152.12	17.08%	客户 A	7,688.83	3.06%
	供应商 B	8,202.34	3.88%	客户 B	6,123.64	2.44%
	供应商 C	7,458.32	3.52%	客户 C	4,788.54	1.91%
	供应商 D	7,118.18	3.36%	客户 D	4,000.19	1.59%
	供应商 E	5,882.05	2.78%	客户 E	3,876.18	1.54%
	合计	64,813.01	30.62%	合计	26,477.38	10.55%
2022年	供应商 A	30,050.56	15.50%	客户 A	4,846.25	1.94%
	供应商 B (新野纺织)	12,299.05	6.34%	客户 B	4,766.50	1.91%
	供应商 C	9,812.63	5.06%	客户 C	4,531.27	1.82%
	供应商 D	7,565.33	3.90%	客户 D	4,364.73	1.75%
	供应商 E	6,692.02	3.45%	客户 E	4,024.58	1.61%
	合计	66,419.59	34.25%	合计	22,533.33	9.03%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司在建项目有4个，本期债券募投项目智能化精密纺纱项目（一期）可形成24万纱锭产能，年产高档纱线4.12万吨，项目自2023年5月开始陆续投产；年产6万吨高品质筒子纱染色建设项目在2023年新增产能4万吨，剩下产能预计在2024年6月陆续投产；年产3万吨纤维染色建设项目预计在2024年陆续投产，筒子纱生产线技术升级改造项目为技改项目。公司预计将在2024年新增投产的项目较多，可以为公司收入增长提供支撑，但下游纺织行业需求仍待修复，行业库存消化压力大，仍需持续关注新建项目投产后的产能消化风险，且公司主要在建项目尚需投资规模较大，面临较大的项目建设资金压力。

表5 截至 2023 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

指标名称	预计总投资	累计已投资	建设地点
智能化精密纺纱项目（一期）	104,185.00	50,519.31	芜湖

年产6万吨高品质筒子纱染色建设项目	90,000.00	48,390.00	荆州
年产3万吨纤维染色建设项目	50,000.00	13,840.00	芜湖
筒子纱生产线技术升级改造项目	18,325.00	4,203.76	芜湖
合计	262,510.00	116,953.06	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

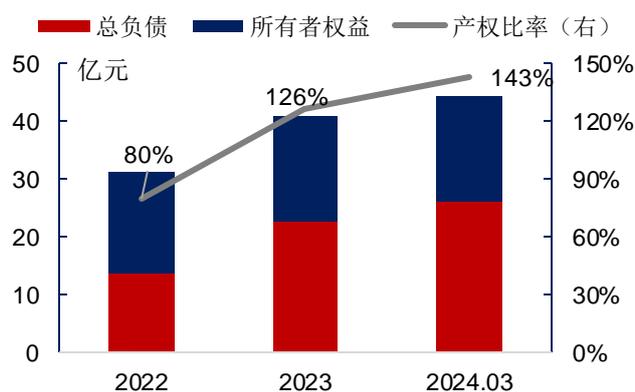
以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新增3家合并子公司，均为投资设立，分别为安徽天外天纺织有限公司、富春染织（香港）有限公司和安徽富春物流有限公司。

资本实力与资产质量

公司资产规模持续提升，其中存货增幅较大，需关注后续库存消化和跌价风险，且2023年公司对新野纺织的应收款计提了部分坏账准备

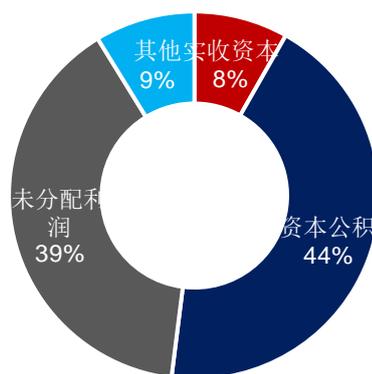
2023年末公司所有者权益增加主要系利润累积所致，总负债增加主要系银行借款以及应付款项增加所致，公司产权比率提升，但权益对负债保障程度下降。从所有者权益构成来看，仍主要以资本公积和未分配利润为主，权益结构较为稳定。

图 6 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 7 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

本期债券募投项目智能化精密纺纱项目（一期）和年产6万吨高品质筒子纱染色建设项目部分转固，带动固定资产持续增长，同时完工项目陆续投产，公司产量和存货亦保持增长，目前存货主要由原材料和库存商品构成，公司在建工程随着项目陆续转固而有所波动。2023年公司存货跌价准备为868.62万元，

较2022年末有所增长，公司存货增幅较大，需关注后续库存消化和跌价风险。公司货币资金主要为银行存款，2024年3月末受限货币资金为1.14亿元，为票据保证金与信用证保证金。交易性金融资产均为用闲置资金购买的理财产品；2023年末其他流动资产中1.74亿元为理财产品，1.35亿元为套期工具，主要为应对棉花价格波动及利率汇率波动给公司生产经营带来的不利影响而开展。整体来看，公司现金类资产较为充足，但考虑到公司主要在建项目后续资金需求较大，短期内公司项目资金投入将保持较大规模。

其他资产方面，公司预付款项和无形资产规模较为稳定，预付款项主要为预付货款，无形资产主要为土地使用权，2023年末其他应收款中对新野纺织应收余额为0.30亿元，系前期预付的货款，已计提坏账准备0.21亿元。

截至2024年3月末，公司使用受限的货币资金、应收票据、固定资产和无形资产等资产合计2.52亿元，在总资产中占比5.71%。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.80	13.10%	6.73	16.54%	8.82	28.44%
交易性金融资产	0.41	0.93%	0.71	1.75%	1.35	4.34%
预付款项	1.67	3.77%	1.17	2.87%	1.45	4.69%
其他应收款	0.96	2.16%	0.39	0.96%	0.51	1.64%
存货	9.71	21.93%	6.41	15.74%	3.52	11.34%
其他流动资产	3.45	7.80%	3.86	9.49%	1.32	4.26%
流动资产合计	22.98	51.92%	20.16	49.55%	17.46	56.32%
固定资产	15.00	33.89%	11.81	29.03%	5.15	16.62%
在建工程	3.66	8.27%	6.28	15.43%	5.41	17.46%
无形资产	2.16	4.87%	2.17	5.33%	2.16	6.97%
非流动资产合计	21.28	48.08%	20.53	50.45%	13.54	43.68%
资产总计	44.26	100.00%	40.69	100.00%	31.00	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

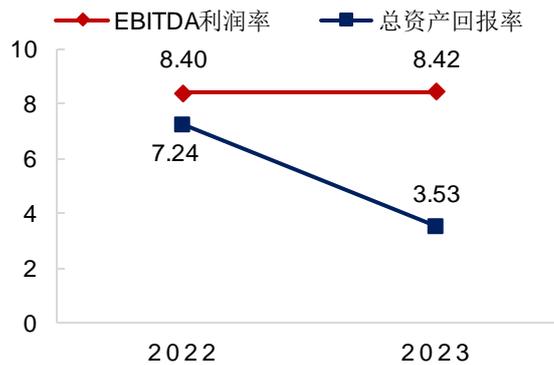
盈利能力

公司营业收入增长主要来自产量和销量增长，盈利能力有所下降，经营仍然承压

公司主营业务为色纱的生产和销售，2023年公司营业收入增长主要来自在建项目部分投产带来的产量和销量增加所致。但下游纺织行业需求未完全恢复，公司主要产品销售价格下降，导致公司销售毛利率同比下降。2023年公司利润总额为1.17亿元，同比下降35.68%，一是2022年公司收到上市补助资金导致当年营业外收入规模较大所致；二是2023年对新野纺织的预付款计提部分坏账准备，同时受宏观经济及下游市场需求偏弱等因素的影响，2023年主营产品染色加工费平均价格有所下降造成盈利空间收窄。2023年公司EBITDA利润率保持稳定，总资产回报率下降较多，主要由于总资产增加而净利润下降叠加

影响所致。盈利趋势方面，2023年以来，公司新项目陆续完成和投产，有利于增厚公司营收，且规模化生产有助于改善公司盈利能力，但下游纺织行业需求仍待修复，行业库存消化压力大，新增产能仍面临市场消化风险。

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司资本开支保持较大规模，总债务随着经营规模的扩大而保持增长，短期偿债压力加大

公司负债主要由银行借款、本期债券以及经营性负债构成，2023年末公司短期借款和长期借款同比均有增加，短期借款主要为保证借款和信用借款，长期借款主要为保证抵押借款，一年内到期的非流动负债均为一年内到期的长期借款。近年公司总债务随着经营规模的扩大而保持增长，由于经营性资产需求增加，2023年一季度公司短期借款大幅增长，期末短期债务占比较高。考虑到未来转股因素，公司债务负担有下降的可能性，但截至2024年3月末本期债券转股比例较低，且需关注股价下跌等因素可能导致债券持有人未进行转股或达到回售条件造成偿债压力。

公司应付票据主要为银行承兑汇票，根据公司于2024年3月25日发布的公告，为推进公司业务发展，降低公司财务成本、优化财务结构，拟与国内合格的商业银行开展即期余额（敞口）不超过人民币10亿元的资产池（票据池）业务，该额度可以循环滚动使用。2023年末公司应付账款同比大幅增加，主要系应付货款、工程设备款增加所致。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.51	28.86%	3.76	16.58%	1.91	13.91%
应付票据	2.58	9.92%	3.69	16.27%	2.83	20.61%
应付账款	4.60	17.69%	4.14	18.26%	1.60	11.62%
一年内到期的非流动负债	0.56	2.15%	0.43	1.88%	0.03	0.21%

流动负债合计	16.94	65.11%	13.70	60.40%	7.50	54.48%
长期借款	3.13	12.03%	3.26	14.37%	0.97	7.05%
应付债券	5.07	19.48%	5.02	22.14%	4.84	35.15%
非流动负债合计	9.08	34.89%	8.98	39.60%	6.26	45.52%
负债合计	26.02	100.00%	22.69	100.00%	13.76	100.00%
总债务合计	18.85	72.45%	16.16	71.25%	10.58	76.93%
其中：短期债务	10.65	40.94%	7.88	34.73%	4.78	34.73%
长期债务	8.20	31.52%	8.28	36.51%	5.81	42.20%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，公司大部分客户通过富春标准色卡选色下单并支付预付款，应收账款继续保持较低水平，但公司库存由于生产经营规模的扩大以及下游行情恢复不及预期，2023 年公司经营活动现金流净额同比下降 56.18%。公司多个项目在建项目处于建设期，资本支出增加导致自由活动现金净流出规模增加，考虑到公司主要在建项目尚需投资规模仍较大，预计后续公司需要通过融资给项目资金支出补缺。

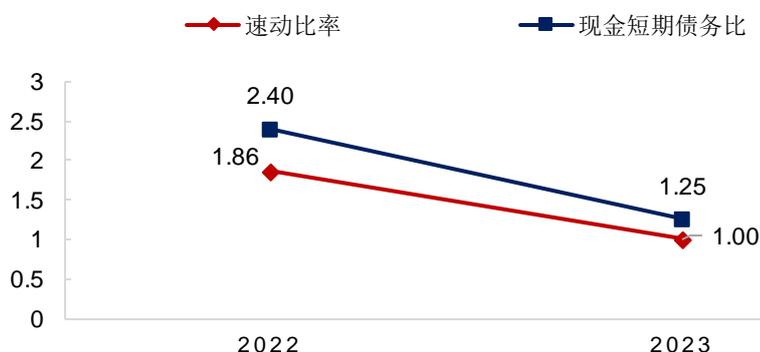
从杠杆状况来看，公司债务增加导致负债水平明显上升，公司净债务转正，总债务/总资本增加，EBITDA 利息保障倍数下降，但 EBITDA 仍可较好地覆盖利息支出。

表8 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
经营活动净现金流（亿元）	-3.84	0.72	1.63
FFO（亿元）	--	1.42	1.16
资产负债率（亿元）	58.78%	55.76%	44.38%
净债务/EBITDA	--	3.30	-0.14
EBITDA 利息保障倍数	--	12.88	15.82
总债务/总资本	50.82%	47.31%	38.03%
FFO/净债务	--	20.33%	-447.69%
经营活动现金流净额/净债务	-31.53%	10.26%	-627.97%
自由现金流/净债务	-39.46%	-87.55%	1,417.21%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从流动性来看，2023 年以来公司速动比率和现金短期债务比同比下降较多，主要系公司现金类资产减少同时短期债务增长所致，公司短期偿债压力加大。截至 2023 年末公司银行总授信额度为 33.70 亿元，剩余未使用授信为 20.68 亿元，备用流动性较 2022 年末有所上升，且作为 A 股上市公司，可依靠股权融资解决资金需求，具有一定的融资弹性。

图 9 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司股权结构相对稳定且较为集中，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》文件及公开资料查询，公司本部、控股股东及实际控制人不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，不存在严重失信行为；公司及其高级管理人员最近36个月内未有因违法违规（包括工商税收、土地、环保、海关等方面）而受到行政、刑事处罚及其他处罚；最近12个月未受到证券交易所公开谴责、通报批评等处分。过去一年，公司未有因空气污染和温室气体排放、废水排放和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生，亦未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资等负面舆情事件出现。

公司股权结构相对稳定且较为集中，有利于日常经营决策的高效执行，员工持股平台的设立，有助于形成公司与员工共同发展的长效激励机制，保证了管理层及核心团队的相对稳定，且公司主要管理人员和核心技术人员在纺织领域均拥有多年的从业经验。2023年公司董事陈书燕由于个人原因离任，同时新增董事程勇。公司根据行业特点和经营管理需要，设立了采购中心、研发中心、生产中心、计划销售部、仓储部、质检中心等多个部门，建立了较完整的内部管理制度，组织架构图见附录三，截至2023年末公司在职员工为2,006人，较2022年末增加632人，主要系荆州项目投产增加较多生产员工所致。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年4月17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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从查询日（2024年5月14日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、债券偿还保障分析

公司控股股东提供的股份质押担保能为本期债券偿付提供一定保障

公司控股股东何培富先生作为出质人以其合法拥有的部分公司股票为本期债券提供质押担保。根据国元证券股份有限公司（以下简称“国元证券”）与何培富先生签订的《芜湖富春染织股份有限公司公开发行可转换公司债券之股份质押合同》（以下简称“质押合同”），何培富先生将其持有的富春染织市值为8.55亿元（本次可转债发行规模的150%，如募集资金额度调减，股份质押数及担保金额相应调减）的股份（以下简称“质押股票”）为本期债券提供担保。在办理初始股票质押手续时，出质股份为按照办理质押登记日的前一交易日收盘价计算的出质人持有的富春染织市值为8.55亿元的股份。担保范围为富春染织因发行本期债券所产生的全部债务，包括但不限于主债权（本期债券的本金及利息）、富春染织违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为实现债权而产生的一切合理费用。担保期限为质押合同生效之日起至富春染织履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日（以先到者为准）。

质押合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的120%，国元证券有权要求出质人在前述情形发生之日起30个交易日内追加担保物，以使质押财产的价值与本期债券未偿还本金的比率高于150%；追加的资产限于富春染织人民币普通股，追加股份的价值为连续30个交易日内富春染织收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，出质人应追加提供相应数额的富春染织人民币普通股作为质押财产，以使质押财产的价值符合上述规定。如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本期债券尚未偿还本息总额的200%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的150%。

2024年以来公司股票价格波动下行，为满足质押股票市场价值对本期债券尚未偿还本息总额的覆盖倍数要求，根据公司2024年6月19日发布的公告，控股股东何培富为本期债券补充质押1,700万股，补充质押后，何培富为本期债券质押的公司股份数量6,704.89万股，据此计算的质押股票市值为7.34亿元（按当天公司股票收盘价10.94元/股计算），股权质押担保仍能为本期债券偿付提供一定保障。

九、结论

公司主要从事色纱生产业务，拥有自主品牌“天外天”和富春标准色卡，2023年公司产能大幅增长，产量和销售随之增长，2024年公司项目要继续释放新产能，可以为公司收入增长提供支撑，但下游纺织

行业需求仍待修复，行业库存消化压力大，仍需持续关注新建项目投产后的产能消化风险。得益于在建项目的陆续完工和投产，公司资产规模提升，同时公司总债务随着经营规模的扩大而保持增长，短期偿债压力加大，且公司主要在建项目尚需投资规模较大，未来资本支出预计仍将通过融资补缺。整体来看，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券的信用等级为AA-。

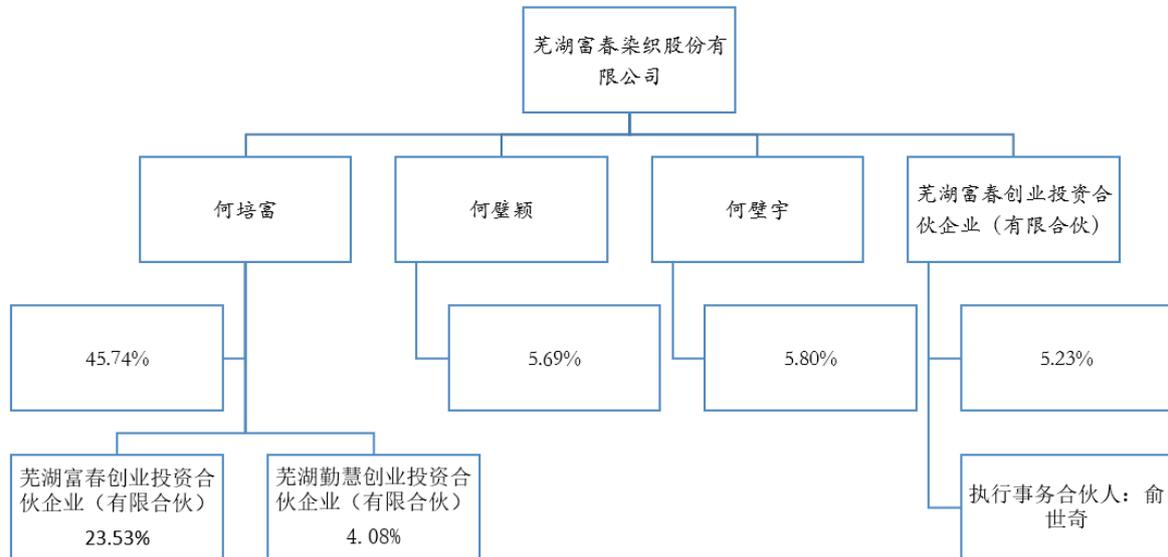
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	5.80	6.73	8.82	6.42
预付款项	1.67	1.17	1.45	1.50
存货	9.71	6.41	3.52	4.18
其他流动资产	3.45	3.86	1.32	0.57
流动资产合计	22.98	20.16	17.46	13.81
固定资产	15.00	11.81	5.15	5.37
在建工程	3.66	6.28	5.41	0.46
无形资产	2.16	2.17	2.16	1.11
非流动资产合计	21.28	20.53	13.54	7.32
资产总计	44.26	40.69	31.00	21.13
短期借款	7.51	3.76	1.91	0.70
应付票据	2.58	3.69	2.83	2.01
应付账款	4.60	4.14	1.60	1.06
一年内到期的非流动负债	0.56	0.43	0.03	0.00
流动负债合计	16.94	13.70	7.50	5.05
长期借款	3.13	3.26	0.97	0.27
应付债券	5.07	5.02	4.84	0.00
非流动负债合计	9.08	8.98	6.26	1.10
负债合计	26.02	22.69	13.76	6.15
总债务	18.85	16.16	10.58	2.99
其中：短期债务	10.65	7.88	4.78	2.71
所有者权益	18.25	18.00	17.24	14.97
营业收入	5.37	25.11	22.08	21.75
营业利润	0.32	1.14	1.39	2.67
净利润	0.30	1.04	1.63	2.33
经营活动产生的现金流量净额	-3.84	0.72	1.63	0.65
投资活动产生的现金流量净额	-0.93	-6.77	-6.48	-2.46
筹资活动产生的现金流量净额	4.28	3.79	7.05	5.28
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	2.11	1.85	3.20
FFO（亿元）	--	1.42	1.16	2.63
净债务（亿元）	--	6.98	-0.26	-4.24
销售毛利率	11.78%	11.49%	11.79%	18.54%
EBITDA 利润率	--	8.42%	8.40%	14.72%
总资产回报率	--	3.53%	7.24%	15.96%
资产负债率	58.78%	55.76%	44.38%	29.12%

净债务/EBITDA	--	3,30	-0.14	-1.32
EBITDA 利息保障倍数	--	12.88	15.82	137.62
总债务/总资本	50.82%	47.31%	38.03%	16.65%
FFO/净债务	--	20.33%	-447.69%	-62.00%
经营活动现金流净额/净债务	-31.53%	10.26%	-627.97%	-15.37%
自由现金流/净债务	-39.46%	-87.55%	1,417.21%	17.11%
速动比率	0.78	1.00	1.86	1.91
现金短期债务比	--	1.25	2.40	2.87

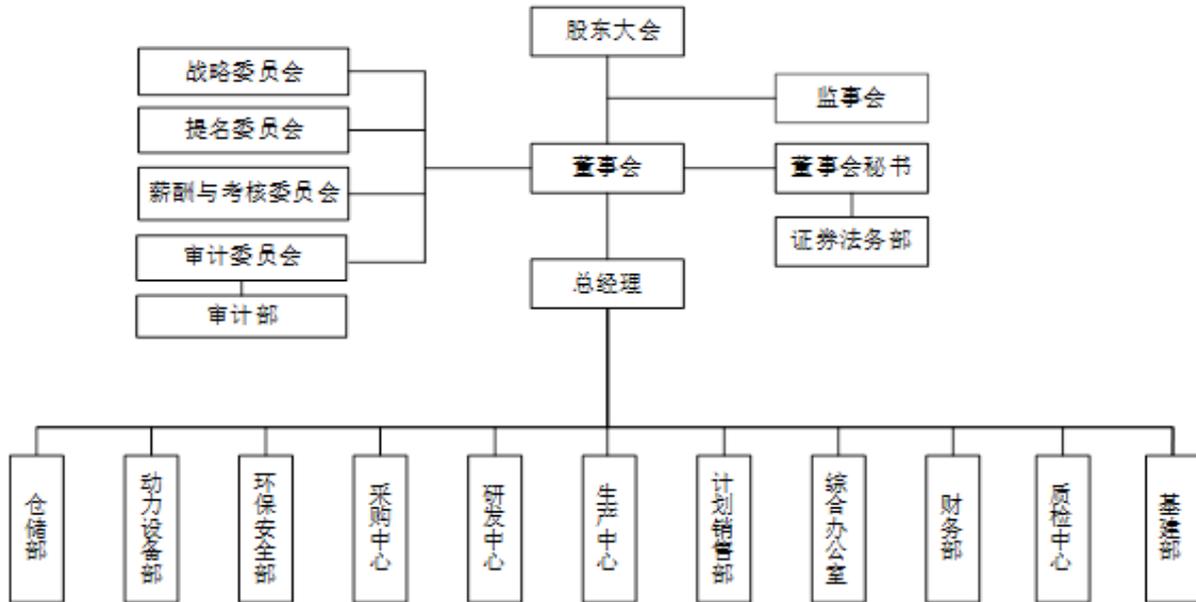
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末公司纳入合并范围的子公司情况

公司名称	持股比例	注册地	业务性质
安徽中纺电子商务有限公司	100.00%	安徽芜湖	网络销售棉纱、色纱等
诸暨富春染织科技有限公司	100.00%	浙江诸暨	纺织品销售
安徽富春纺织有限公司	100.00%	安徽芜湖	纺织品生产与销售
湖北富春染织有限公司	100.00%	湖北荆州	纺织品生产与销售
安徽富春色纺有限公司	100.00%	安徽芜湖	纺织品生产与销售
安徽天外天纺织有限公司	100.00%	安徽芜湖	纺织品生产与销售
富春染织（香港）有限公司	100.00%	香港	投资
安徽富春物流有限公司	100.00%	安徽芜湖	道路货物运输

资料来源：公司 2023 年年度报告，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+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
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+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。