

跟踪评级公告

联合[2019]594号

百隆东方股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

百隆东方股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

百隆东方股份有限公司公开发行的“16 百隆 01”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年四月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

百隆东方股份有限公司 公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
16百隆01	16亿元	5年	AA	AA	2018.5.30

跟踪评级时间: 2019年4月25日

主要财务数据:

项目	2017年	2018年
资产总额(亿元)	116.71	135.10
所有者权益(亿元)	72.66	77.34
长期债务(亿元)	15.96	17.34
全部债务(亿元)	35.83	48.78
营业收入(亿元)	59.52	59.98
净利润(亿元)	4.88	4.38
EBITDA(亿元)	10.06	10.37
经营性净现金流(亿元)	3.73	-5.60
营业利润率(%)	19.39	18.71
净资产收益率(%)	6.70	5.83
资产负债率(%)	37.74	42.76
全部债务资本化比率(%)	33.02	38.68
流动比率(倍)	2.03	1.72
EBITDA全部债务比(倍)	0.28	0.21
EBITDA利息倍数(倍)	9.11	5.93
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.63	0.65

注: 1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异,系四舍五入造成; 2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径,数据单位除特别说明外均为人民币; 3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、其他应付款中拆借款计入短期债务。

评级观点

2018年,百隆东方股份有限公司(以下简称“公司”或“百隆东方”)作为专业从事色纺纱研发、生产和销售的大型民营上市公司,整体经营情况良好,营业收入规模及毛利率水平基本保持稳定,其中,公司越南工厂新增产能逐步释放,产销规模大幅增长,对公司经营业绩起到了良好支撑作用;但受中美贸易战影响,公司国内产线产销规模有所下降。同时,联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)也关注到公司在建项目存在一定资金支出压力、投资收益对营业利润贡献较大、大额存货对公司资金占用严重、公司短期债务增长较快以及经营活动现金流转为净流出等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来,随着公司越南工厂全部完工投产,其成本优势将逐步显现,公司综合实力有望提升。

综上,联合评级维持公司主体信用等级为“AA”,评级展望为“稳定”,同时维持“16百隆01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2018年,公司作为专业从事色纺纱研发、生产和销售的大型民营上市公司,在生产规模、生产技术、品牌竞争力等方面保持了较强的优势。

2. 2018年,越南工厂产能已占公司总产能的一半以上,有利于公司控制成本、享受相关关税优惠政策、规避贸易摩擦、拓展东盟及欧美市场。

3. 2018年,公司经营规模进一步扩大,综合毛利率水平有所提高,现金收入比保持较高水平。

关注

1. 2018年，受中美贸易战等因素影响，公司国内产销规模有所下降，经营业绩有所下降。
2. 公司越南工厂投资规模较大且计划继续扩大投资规模，将给公司带来一定的资金支出压力及相关海外经营风险。
3. 公司存货大幅增加，对运营资金占用严重；受公司投资收益下降影响，公司利润总额有所降低，公司盈利对投资收益存在一定依赖。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

李 彤

电话：010-85172818

邮箱：lit@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

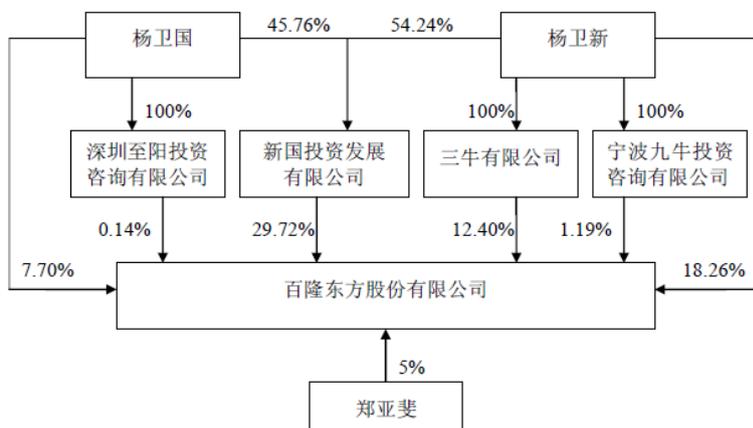
一、主体概况

百隆东方股份有限公司（以下简称“公司”或“百隆东方”）前身是成立于 2004 年 4 月的百隆东方有限公司，系经宁波市对外贸易经济合作局批准，由新国投资发展有限公司（以下简称“新国投资”）独资设立，初始注册资本 2,999 万美元。此后，公司历经多次增资、增加股东、股权转让；2010 年 9 月，公司改制为股份公司，并改为现名。

2012 年 6 月，公司在上海证券交易所挂牌上市（证券简称“百隆东方”；证券代码：601339.SH）。此后，公司经历了多次资本公积转增股本、股权转让等股权变动。

截至 2018 年末，公司总股本为 150,000 万股，注册资本 15.00 亿元；其中新国投资持股 29.72%，杨卫新持股 18.26%，杨卫国持股 7.70%。公司控股股东为新国投资，杨卫新、杨卫国¹兄弟二人直接或间接持有公司合计 69.41%的股权，系公司实际控制人（上述相关股份无质押或者冻结情况）；杨卫新、杨卫国兄弟及杨卫国一致行动人郑亚斐合计直接间接持有公司 74.41%的股权。

图 1 截至 2018 年末公司实际控制人与控制关系图



资料来源：公司提供

2018 年，公司经营范围及组织结构无变化。截至 2018 年末，公司拥有 18 家全资子公司；在职员工 18,507 人。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 135.10 亿元，负债合计 57.77 亿元，所有者权益（无少数股东权益）合计 77.34 亿元。2018 年，公司实现营业收入 59.98 亿元，净利润（无少数股东损益）4.38 亿元；经营活动现金流量净额为-5.60 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.12 亿元。

公司注册地址：浙江省宁波市镇海区骆驼街道南二东路 1 号；法定代表人：杨卫新。

二、债券发行及募集资金使用情况

2016 年 8 月，公司发行“百隆东方股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），最终发行规模为 16 亿元。本期债券期限为 5 年，附第 3 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权；发行时票面利率为 3.55%，在存续期内前 3 年固定不变，采取单利按年计息，不计复利；最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券于 2016 年 8 月 22 日开始计息，并于 9 月 20 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“16 百隆 01”，证券代码“136645.SH”。公司于 2017

¹2010 年 12 月 17 日，杨卫新与杨卫国两人自愿签订《一致行动协议》，成为一致行动人。郑亚斐，系杨卫国配偶，亦为杨卫国一致行动人。

年 8 月 22 日支付自 2016 年 8 月 22 日至 2017 年 8 月 21 日期间的利息 5,680 万元。公司于 2018 年 8 月 22 日支付自 2017 年 8 月 22 日至 2018 年 8 月 21 日期间的利息。

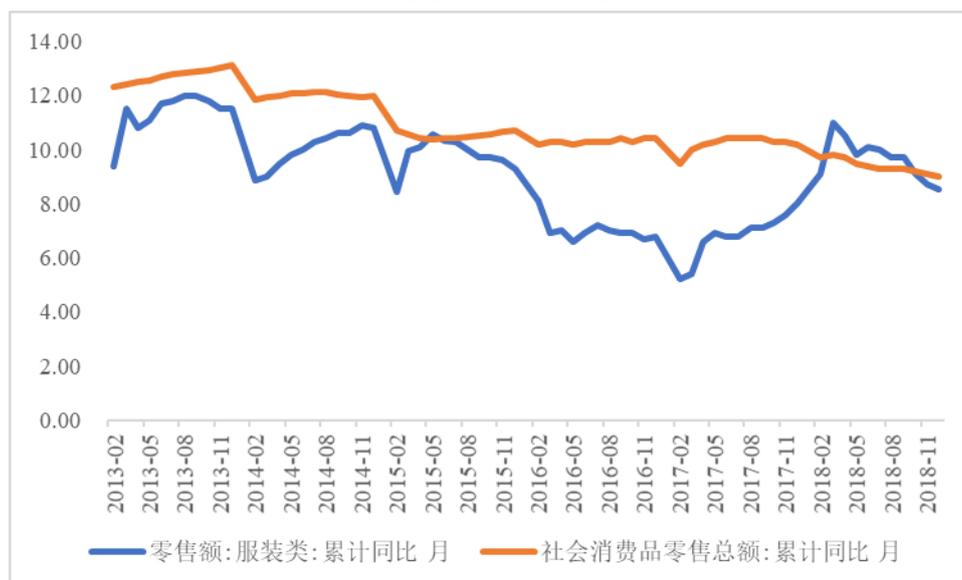
截至 2016 年末，公司已将净募集资金 15.92 亿元按募集说明书约定用途使用完毕，其中 7 亿元用于偿还银行贷款，剩余部分补充营运资金。

三、行业分析

公司主要从事色纺纱业务，经营受纺织服装行业影响较大。

由于我国纺织服装产品附加值较低、行业竞争激烈、国际贸易保护主义升温、资源环境约束增大以及人力成本上升等因素，加上中国纺织服装业之前高速增长中所形成和积累的供给侧、结构性以及体制性问题，2018 年，我国纺织服装行业主要经济运行指标增速仍延续平缓增长状态。具体来看，2018 年，我国社会消费品零售总额达 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较上年变化不大；服装类零售额 9,870.41 亿元，累计同比增长 8.55%。

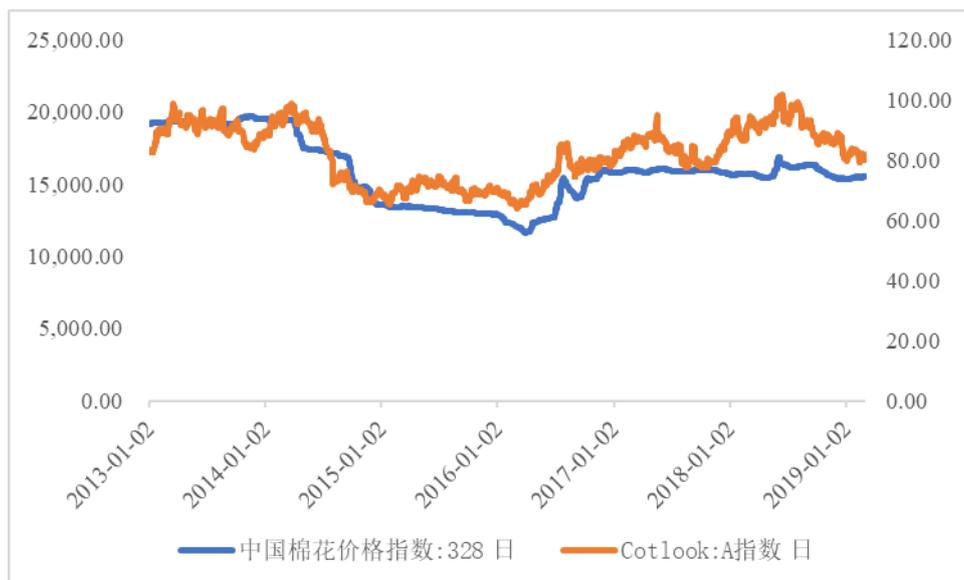
图 2 2013 年以来我国社会销售总额与服装类零售额增速比较（单位：%）



资料来源: Wind

原材料方面，2018 年，受全球经济增速放缓、中美贸易战存在较大不确定性等因素影响，国内棉花价格水平小幅下降，截至 2018 年末，国内 328 棉花价格为 15,375.00 元/吨，同比下降 2.06%。国际棉价方面，2018 年，外棉价格有所降低，截至 2018 年末，英国棉花价格 Cotlook: A 由 2017 年末的 89.60 美分/磅下降至 80.80 美分/磅，同比下降 9.82%。2018 年，如下图所示，内外棉价差整体呈现缩小趋势。化纤类服装面料价格方面，截至 2018 年末，柯桥纺织粘胶价格指数由年初的 77.65 增长至年末的 82.01，较年初有所提升；受下游需求及主要原料的影响，柯桥纺织涤纶价格指数由年初的 77.58 增长至年末的 82.01，较年初小幅提升。

图3 近年来国内外棉花价格走势（单位：元/吨、美分/磅）



资料来源：Wind

从进出口方面来看，2018年，我国纺织品服装出口金额累计2,767.3亿美元，比2017年增长3.52%。其中，纺织品2018年出口1,190.98亿美元，比上年增长8.1%，增速高于上年3.6个百分点，占纺织品服装出口总额的比重由上年的41.12%提高到43%，纺织品外需市场持续回暖。

从盈利状况上看，2018年，全国规模以上纺织企业累计实现主营业务收入53,703.5亿元，同比增长2.9%，增速较上年放缓1.3个百分点；实现利润总额2,766.1亿元，同比增长8.0%，增速较上年同期提高1.1个百分点；企业销售利润率为5.2%，较上年提高0.2个百分点。其中，化纤行业主营业务收入和利润总额同比分别增长12.4%和10.3%，成为纺织行业经济增长的重要支撑。

总体看，2018年，国内纺织市场需求较上年小幅增长，主要原材料的价格总体较为平稳，纺织品出口金额持续增加，行业主要经济运行指标仍延续平缓增长状态。

2. 行业关注

在节能环保方面，国家淘汰落后生产能力和减少污染物排放总量等方面的要求和标准提高，纺织企业面临资金短缺、技术支撑不足及综合成本增加等多重压力，节能减排水平提升受到制约。2018年1月1日起，《环境保护税法》开始施行，行业环保压力更加突出，特别是处于纺织产业链中间环节的印染企业，发展形势更为严峻。

面对原材料、用工等要素价格以及融资、渠道费用持续上升，我国纺织品服装制造比较优势减弱，以核心技术、品牌为主的竞争优势尚待培育，订单持续向周边国家转移。中西部地区承接产业转移放缓，信息化与传统产业融合尚待推进，中小企业受资金、技术、人才等制约，经营困难加大，调整升级任务紧迫。同时由于受到全球性金融危机的影响，各主要国家贸易保护主义倾向加剧，纷纷以环保法案、反倾销、反补贴、高昂检测和注册费用等手段设置贸易壁垒以保护本国产业，进一步增加了我国纺织品的出口压力。

总体看，预计在未来相当长的一段时间内，中国纺织服装行业将继续受到节能环保、调整转型、中美贸易战等多方压力，纺织品出口仍将面临严苛复杂的贸易环境。

3. 行业发展

根据工业和信息化部编制的《纺织工业发展规划（2016-2020年）》，提出要以提高发展质量和效益为中心，以推进供给侧结构性改革为主线，以增品种、提品质、创品牌的“三品”战略为重点，增强产业创新能力，优化产业结构，推进智能制造和绿色制造，形成发展新动能，创造竞争新优势，促进产业迈向中高端，初步建成纺织强国，为“十三五”时期指导纺织工业发展、促进纺织未来工业转型升级提供了指导。

随着中国居民收入的增长促使消费能力不断提高，按照发达国家经验，人均收入超过3,000美元消费将进入新的提升阶段。考虑到城乡居民在服装消费能力上的巨大差异，城镇化的进程将催生大量的服装消费需求。但目前中国品牌服装与大量加工企业相比仍处于成长阶段，缺乏顶级品牌发展的底蕴，而以中端品牌为主，配合以渠道辅佐，规模扩张仍是当前品牌服装企业发展的主流。随着经济发展、消费升级、新零售全渠道融合，消费者对品牌服饰的青睐将成为必然趋势，这也将促使国内纺织服装行业由制造加工业型向技术创新、品牌零售转变。

总体看，未来纺织服装行业仍需积极推进产业结构升级，淘汰落后产能，加快行业整合，并向产业链的高附加值环节拓展，拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

四、管理分析

2018年，公司董事、监事及高级管理人员未发生变动；公司管理方式及管理制度未发生重大变化。

总体看，公司高级管理人员及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

2018年，公司主营业务未发生变化，仍主要从事色纺纱的研发、生产和销售。2018年，公司实现营业收入59.98亿元，较上年增长0.77%；实现营业利润5.44亿元，较上年下降14.36%；实现净利润4.38亿元，较上年下降10.30%，主要系投资收益减少所致。

2018年，公司纱线业务实现57.30亿元，较上年增长1.40%，占营业收入的比重为95.53%，与上年持平，公司主营业务突出；销售下脚材料实现的其他收入为2.68亿元，较上年下降10.96%，主要系外废政策趋紧使得境外进口下脚材料难度增加所致。

表1 2017~2018年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

分产品	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
纱线	56.51	94.94	17.42	57.30	95.53	18.69
其他	3.01	5.06	19.32	2.68	4.47	36.27
合计	59.52	100.00	17.51	59.98	100.00	19.47

资料来源：公司提供

2018年，公司综合毛利率为19.47%，较上年上升1.96个百分点；其中纱线毛利率为18.69%，较上年变化不大；公司其他收入毛利率为36.27%，较上年上升16.95个百分点，主要系国内下脚材

料单价上升所致。

总体看，2018年，公司纱线业务保持稳定，公司综合毛利率水平基本保持稳定，受投资收益影响，公司营业利润及净利润有所下降。

2. 原材料采购

2018年，公司成本构成较上年变化不大，主要包括直接材料（占70.92%）、直接人工（占11.32%）、制造费用（占9.16%）和燃料动力及其他（占8.60%）。

棉花是公司最重要的原材料采购物资，采购规模及结构根据生产需要每年都会有一定变化。近年来，根据国内、国外产能布局情况，形成了国内以购买国产棉、进口棉为主，并适时以期货棉作为棉花现货市场采购的补充；越南工厂以采购国际市场棉花为主。2018年，公司采购国储棉4,946吨，采购量较上年大幅下降57.59%，其他棉花包括新疆棉、地产棉和长绒棉，采购量64,344吨，较上年下降13.11%，主要系国内棉花品质及性价比相较进口棉较差所致；进口棉采购量229,767吨，较上年大幅增长42.89%，主要系越南产能增加，公司增加棉花备货同时进口棉花价格略低且质量较好所致。从采购价格来看，2018年，公司国储棉采购均价较上年增长2.69%至14,169元/吨；进口棉采购均价较上年增长5.71%至12,992元/吨；其他棉花采购均价较上年变化不大。

表2 2017~2018年公司主要原材料棉花的采购情况（单位：吨、元/吨）

项目		2017年	2018年
国储棉	采购量	11,661	4,946
	采购均价	13,798	14,169
进口棉	采购量	160,801	229,767
	采购均价	12,290	12,992
其他	采购量	74,051	64,344
	采购均价	14,516	14,514

资料来源：公司提供

2018年，公司前五大供应商的采购金额为19.78亿元，占全部采购金额的比例为36.09%，较2017年上升15.12个百分点，主要系越南主要从大型贸易商采购棉花所致，采购集中度有所上升。

表3 2017~2018年公司前五大供应商采购金额与占采购总额的比例（单位：亿元、%）

供应商	2017年		2018年	
	采购金额	占比	采购金额	占比
第一名	2.59	5.32	7.91	14.43
第二名	2.43	4.99	5.30	9.66
第三名	2.16	4.44	3.03	5.53
第四名	1.79	3.69	1.96	3.58
第五名	1.23	2.53	1.58	2.89
合计	10.20	20.97	19.78	36.09

资料来源：公司提供
注：采购金额为含税价

总体看，2018年，公司为配合越南工厂产能扩大而增加库存备货；棉价有所增长，不利于公司生产成本控制；采购集中度较上年上升。

3. 产品生产

2018年，公司主要采用以销定产的生产模式，同时在产品销售淡季进行一定比例的库存生产。

截至2018年末，公司在山东、宁波、河北、江苏和越南共设有8个生产基地，合计占地面积324.53万平方米，总产能合计130.53万锭。截至2018年末，越南生产基地总产能已达到65.27万锭，占到公司总产能的50.00%以上。2018年，公司充分利用越南当地丰富的劳动力资源，较低的能耗成本，便利的原材料采购通道，以及《全面且先进的跨太平洋伙伴关系协定》（CPTPP）和《越南与欧盟自由贸易协定》（EVTA）等关税优惠政策，规避贸易摩擦、降低贸易风险，拓展东盟及欧美市场，使子公司百隆（越南）有限公司（以下简称“越南百隆”）成为公司主要的利润增长点。2018年，公司子公司百隆（越南）有限公司实现营业收入24.63亿元人民币，较上年增长18.76%；实现净利润2.71亿元人民币，较上年增长7.97%。

表4 截至2018年末公司生产基地情况（单位：平方米、万锭）

序号	生产基地	占地面积	产能
1	山东曹县	362,858.00	12.29
2	宁波余姚	100,264.00	10.92
3	河北南宫	43,005.00	3.36
4	宁波镇海	245,301.00	7.42
5	淮安百隆	150,251.00	8.25
6	山东邹城	200,003.00	7.7
7	淮安新国	373,702.70	15.32
8	越南	1,769,902.00	65.27
合计		3,245,286.70	130.53

资料来源：公司提供

从公司总体数据来看，2018年，受越南工厂产能扩大影响，公司产能由2017年的114.77万锭上升至130.53万锭，公司产能有所增加。2018年，公司在越南当地积极拓展销售，带动产量增长，全年生产纱线18.73万吨，较上年增长10.29%，产能利用率为94.70%，仍处于较高水平；外协加工生产色纺纱0.18万吨，较上年大幅下降。

表5 2017~2018年公司色纺纱产能及产量情况

产品	项目	2017年	2018年
纺纱	自有产能（万锭）	114.77	130.53
	总产量（吨）	169,779.57	187,255.67
	其中：自有产量（吨）	167,227.35	185,408.79
	外协加工产量（吨）	2,552.22	1,846.88
	产能利用率（%）	97.14	94.70

注：1、公司产能是按络筒机的锭数进行计算，络筒机规格种类较多，通常按场地进行配置；2、自有产能每万锭年产量按1,500吨计，表中产能利用率=自有产量/自有产能。

技术创新及新产品市场认可方面，2018年度，公司投入1.49亿元资金对生产线及染色环节进行技术改造升级；公司开发11本新色卡，涵盖19秋冬流行色、20春夏流行色、ERO FRESH YARN系列等，2018年，公司先后荣获中国纺织工业联合会科学技术进步一等奖、2018年度中国纺织工业联合会产品开发贡献奖殊荣。

总体看，2018年，公司产能较上年有所扩大，公司产品产量保持增长，产能利用率处于较高水

平；越南子公司已成为公司目前最大的生产基地，具备一定采购及生产成本优势；公司新产品研发成果显著，技术保持领先，获得了市场认可。

4. 产品销售

公司产品主要为色纺纱，2018年，公司营销模式未发生明显变化，国内销售主要采取直营模式，国外销售则采取国外直营和部分代理模式相结合的模式。

2018年，公司销售产品17.89万吨，较上年变化不大，产销率为95.53%，较上年下降9.75个百分点。从销售区域看，2018年国内销售额为28.85亿元，较上年下降8.36%，主要系受中美贸易战和国内销售增长放缓影响，销售不达预期所致；海外销售额28.45亿元，较上年增长13.67%，主要系越南百隆新产能释放，拓展销售所致。公司海外销售地区以越南、印度、孟加拉、柬埔寨、日本和韩国等亚洲国家为主；2018年，国内外销售较为均衡，国内销售额占50.36%，较上年下降5.36个百分点。2018年，公司纱线销售均价略有增长，为32,032.77元/吨，较上年小幅增长1.31%。

表6 2017~2018年公司产品销售情况

销售情况	2017年	2018年
产品销量(吨)	178,731.69	178,879.03
产销率(%)	105.27	95.53
销售均价(元/吨)	31,617.36	32,032.77
销售收入(万元)	565,102.50	572,999.07
国内销售额(万元)	314,850.89	288,544.18
海外销售额(万元)	250,251.61	284,454.89
国内销售额占比(%)	55.72	50.36
海外销售额占比(%)	44.28	49.64

资料来源：公司提供

2018年，公司色纺纱产品产量较上年有所增长而销售量较上年变化不大，导致色纺纱库存有所增加。截至2018年末，公司色纺纱产品库存39,496.24吨，较年初增长26.92%。

2018年，公司前五大客户销售额17.32亿元，占公司总销售收入比例为28.88%，客户集中度较上年上升2.19个百分点，销售集中度一般。

表7 2018年公司前五大客户销售收入与占公司营业收入的比例(单位：亿元、%)

客户	2018年		所属地区	销售产品
	销售收入	占比		
第一名	9.77	16.28	越南	色纺纱
第二名	3.75	6.26	国内	色纺纱
第三名	1.44	2.40	港澳	色纺纱
第四名	1.38	2.29	港澳	色纺纱
第五名	0.99	1.65	国内	色纺纱
合计	17.32	28.88	--	--

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司总销量较上年变化不大，在越南当地销售规模有所扩大，国内销售规模有所下降；公司产品销售国内外较为均衡，公司客户集中度一般。

5. 重要投资

2017年5月26日，经公司董事会议通过，公司决定对越南百隆扩大投资规模，拟扩建B区纺纱项目，项目拟投资3亿美元（以2017年5月26日人民币对美元汇率中间价，约合人民币20.61亿元），项目分三年逐步完成，本次出资将全部以自筹资金解决。项目计划建设5个车间，年产能共50万纱锭，生产稳定后年产量80,000吨。截至2018年末，越南B区项目已投资约2亿美元，尚需投资约1亿美元；公司B区项目已完成20万纱锭产能的厂房建设及设备安装，并投入生产，预计于2019年可建设投产20万纱锭；2020年上半年全面建成投产。

总体看，公司拟扩大对越南百隆投资规模，将给公司带来一定的资金支出压力；随着公司海外投资规模扩大，公司产能将继续提升，但公司海外经营对公司整体经营影响也将有所增加。

6. 经营关注

（1）原材料价格波动

公司的棉花成本占生产成本的比重为70%左右，当前公司在境内外同时进行棉花采购，棉花价格的大幅波动将给公司带来一定的经营风险。

（2）汇率影响

公司生产原材料棉花部分从国际市场采购，纺织产品部分以直接或间接方式出口海外，人民币汇率的波动将对公司生产成本、产品出口以及汇兑损益产生一定影响。越南百隆的美元货币性资产和负债的净敞口较大，受越南盾对美元汇率的波动影响，其汇兑净损益也存在不确定风险。

（3）海外经营风险

公司越南子公司的生产规模不断扩大，国内外于法律环境、经济政策、市场形势以及文化、语言、习俗等方面的差异，为公司的管理带来一定的难度和风险；子公司所在国家和地区经济形势变化及相关经济政策变动可能对公司经营情况产生不利影响。

（4）市场波动风险

2018年下半年以来，受中美贸易摩擦影响，国内消费增长持续下降，下游客户下单谨慎，尤其对产品外销占比较高的企业影响较大。如未来纺织品服装行情继续走低，将对公司的生产经营产生重大影响。

7. 未来发展

面对当前纺织业发展的新特点，公司将坚持“产品特色差异化、产品质量标准化、产品功能价值化、成本优势领先化”的创新发展战略，持续对新产品和新技术的研发力度；持续技术改造，减人增效，提升产品质量；抓好越南百隆B区项目建设投产；提高服务品质；努力开拓新兴品牌销售渠道；优化资产配置，实现资产保值增值。

总体看，公司发展战略明确，未来随着越南百隆新增产能的释放，公司生产规模有望进一步扩大；同时随着越南工厂的成本优势逐步发挥，公司盈利能力有望进一步提升。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2018年度合并财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见。截至2018年末，纳入合并范围的子公司仍为18家，较上年未发生变化。公司根据《财政部关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号）及其解读和

企业会计准则的要求编制 2018 年度财务报表，此项会计政策变更采用追溯调整法。2018 年，公司主营业务及财务报表合并范围变化不大，会计政策变更对公司经营成果影响不大，财务数据可比性较强。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 135.10 亿元，负债合计 57.77 亿元，所有者权益（无少数股东权益）合计 77.34 亿元。2018 年，公司实现营业收入 59.98 亿元，净利润（无少数股东损益）4.38 亿元；经营活动现金流量净额为-5.60 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.12 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年末，公司资产总额为 135.10 亿元，较年初增长 15.76%，流动资产和非流动资产均有所增加；流动资产占比为 48.58%，非流动资产占比为 51.42%，流动资产占比上升 3.75 个百分点，资产结构以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2018 年末，公司流动资产为 65.63 亿元，较年初增长 25.43%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 17.59%）、应收账款（占 6.33%）和存货（占 68.57%）构成。

截至 2018 年末，公司货币资金 11.54 亿元，较年初下降 3.21%。公司货币资金主要由银行存款（占比 74.12%）和其他货币资金（占比 25.84%）构成。受限的货币资金为 2.74 亿元，占 23.78%，主要为期货交易保证金、贸易融资保证金、保函保证金，受限资金占比较高；公司货币资金中存放在境外的款项总额为 6.50 亿元，占 56.31%，主要系公司在香港、澳门和越南设有子公司，开展大量采购、销售和生业务所致。

截至 2018 年末，公司应收账款账面价值 4.15 亿元，较年初下降 10.87%，主要系公司本年末对应收账款加强催收管理所致。从账龄结构看，1 年以内的占 96.97%，账龄较短。公司累计计提坏账准备 0.31 亿元，计提比例 6.85%。从欠款客户集中度看，公司应收账款前五大客户合计欠款 1.43 亿元，占应收账款余额的 32.02%，集中度较高。

截至 2018 年末，公司存货为 45.00 亿元，较年初增长 50.06%，主要系为配合越南产能增加，棉花采购量较上年大幅增加所致；其中，主要包括原材料（占 60.40%）、库存商品（占 24.43%）和在途物资（占比 10.24%），存货共计提跌价准备 0.22 亿元，计提比例 0.50%。公司存货规模很大，对公司资金占用严重，且棉花价格波动较大，公司存货面临减值风险。

（2）非流动资产

截至 2018 年末，公司非流动资产合计 69.48 亿元，较年初增长 7.90%，主要系固定资产、无形资产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 27.53%）、固定资产（占 53.88%）、在建工程（占 8.10%）和无形资产（占 8.13%）构成。

截至 2018 年末，公司长期股权投资 19.13 亿元，较年初增长 2.91%；主要为投资联营企业宁波通商银行股份有限公司 8.87 亿元和投资上海信聿企业管理中心（有限合伙）10.26 亿元。

截至 2018 年末，公司固定资产账面价值为 37.44 亿元，较年初增长 17.78%，主要系在建工程转入增加所致，主要包括房屋及建筑物（占 42.39%）和机器设备（占 56.35%），公司固定资产累计折旧 21.28 亿元，未计提减值准备。固定资产成新率 63.97%，成新率一般。

截至 2018 年末，公司在建工程 5.63 亿元，较年初增长 25.83%，主要系待安装设备工程增加所致。

截至 2018 年末，公司无形资产 5.65 亿元，较年初增长 46.45%，无形资产主要为土地使用权（占 99.91%）。

截至 2018 年末,公司所有权或使用权受到限制的资产合计 5.21 亿元,占总资产的比重为 3.85%,受限比例较小。

总体看,2018 年末,公司资产规模较上年有所提升;公司货币资金存放在境外金额占比较高,面临一定汇率波动风险;受原材料采购大幅增加影响,公司存货大幅增加,对资金占用严重,且面临减值风险,公司所有权或使用权受限的资产占比较小。公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

截至 2018 年末,公司负债合计 57.77 亿元,较年初增加 31.15%,主要系流动负债增加所致;公司负债结构仍以流动负债为主,流动负债占比由年初 58.61% 上升至 66.16%。

截至 2018 年末,公司流动负债 38.22 亿元,较年初增长 48.04%,主要系短期借款增长所致。公司流动负债主要由短期借款(占 80.01%)和应付账款(占 9.96%)构成。

截至 2018 年末,公司短期借款 30.58 亿元,较年初增长 63.68%,主要系公司原材料采购增加及越南项目资金需求增加所致;主要由保证借款(占比 57.31%)、信用借款(占比 5.89%)、抵押与保证借款(占比 27.67%)和质押与保证借款(占比 4.67%)构成。

截至 2018 年末,公司应付账款 3.81 亿元,较年初增长 20.66%,主要系棉花采购增加所致。

截至 2018 年末,公司非流动负债 19.55 亿元,较年初增长 7.23%,主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款(占比 6.95%)、应付债券(占 81.76%)和递延收益(占 10.79%)构成。

截至 2018 年末,公司新增长期借款 1.36 亿元,均为保证借款。

截至 2018 年末,公司应付债券 15.98 亿元,较年初变化不大,即公司所发行的“16 百隆 01”公司债券。

截至 2018 年末,公司递延收益 2.11 亿元,较年初下降 7.18%,全部为公司收到的政府补助,其计入递延收益在相关资产使用寿命内平均摊销。

截至 2018 年末,公司全部债务为 48.78 亿元,较年初增长 36.16%;其中短期债务占 64.45%、长期债务占 35.55%,短期债务占比较年初上升 8.99 个百分点,仍以短期债务为主;公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 42.76%、38.68%和 18.32%,较年初分别上升 5.02 个百分点、5.66 个百分点和 0.31 个百分点,整体债务负担有所加重,但仍处于合理水平。

总体看,2018 年末,公司负债规模较年初有所增长,短期债务较年初大幅增加,债务结构仍以流动负债为主,整体债务负担有所加重。

(2) 所有者权益

截至 2018 年末,公司所有者权益合计 77.34 亿元,全部为归属于母公司的所有者权益,较年初增长 6.44%,主要系未分配利润增加所致;主要由股本占 19.40%、资本公积占 30.50%、盈余公积占 4.58%、未分配利润占 43.29%构成。所有者权益结构较年初变化不大;但未分配利润占比较高,公司权益稳定性有待改善。

总体看,2018 年末,公司所有者权益结构与规模较年初变化不大,未分配利润占比较大,公司权益稳定性有待改善。

4. 盈利能力

2018 年,公司营业收入实现 59.98 亿元,较上年增长 0.77%;公司营业成本较上年增长 1.60%;

公司营业利润率为 18.71%，较上年变化不大。2018 年，公司实现利润总额 4.77 亿元，较上年下降 12.81%，主要系投资收益减少所致；净利润 4.38 亿元，较上年下降 10.30%。

期间费用方面，2018 年，公司费用总额（包含研发费用）7.32 亿元，较上年下降 16.51%；其中管理费用（包含研发费用）2.88 亿元，较上年增长 5.84%，主要系职工薪酬上升影响所致；销售费用 1.35 亿元，较上年下降 16.92%，主要系公司通过优化运输路径等方式有效降低陆运费用，以及国内海运外销数量同比下降导致海运费减少等多种因素综合影响所致；财务费用 1.67 亿元，较上年下降 37.35%，主要系汇兑损失使得 2017 年度基数较大所致。2018 年，公司费用收入比为 12.20%，较上年小幅下降。

2018 年，公司取得投资收益 1.31 亿元，较上年下降 51.21%，主要系长期股权投资中联营企业上海信聿企业管理中心（有限合伙）确认的投资收益减少所致；2018 年，公司所取得投资收益对其营业利润贡献较大（占 27.69%），公司盈利对投资收益存在一定依赖。2018 年，公司其他收益为 0.25 亿元，主要为政府补助，公司其他收益占营业利润的比重为 5.24%。

从盈利指标看，受利润总额和净利润下降影响，2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均有所下降。2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别由 2017 年的 5.56%、5.66% 和 6.70% 下降至 5.22%、5.17% 和 5.83%。公司整体盈利能力小幅下降。总体看，2018 年，公司营业收入变化不大，投资收益减少使得公司营业利润下降，公司整体盈利能力有所下降。

5. 现金流

从经营活动现金流来看，2018 年，公司经营活动现金流入 61.91 亿元，较上年下降 6.45%；公司经营活动现金流出 67.51 亿元，较上年增长 8.09%，主要系棉花采购量增加所致。受上述因素影响，2018 年，公司经营活动现金流净额由上年的 3.73 亿元变为-5.60 亿元，经营活动现金流状况有所恶化。从收入实现质量来看，2018 年，公司的现金收入比率为 100.48%，较上年下降 7.44 个百分点。

从投资活动情况来看，2018 年，公司投资活动现金流入 64.48 亿元，较上年增长 8.05%，主要系理财收回现金增加所致；公司投资活动现金流出 68.22 亿元，较上年下降 1.14%。2018 年，公司投资活动现金流保持净流出状态，净流出 3.74 亿元。

从筹资活动情况来看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 70.16 亿元，较上年增长 42.16%，主要系取得借款增加所致；公司筹资活动现金流出为 62.24 亿元，较上年增长 30.19%，主要系公司偿还借款增加所致。受上述因素影响，2018 年，公司筹资活动现金流净额为净流入 7.92 亿元。

总体看，2018 年，受棉花采购增加影响，公司经营活动现金流净额由净流入变为净流出，收入实现质量有所下降，经营活动现金流不能满足其投资活动现金需求需要，对外部筹资仍有一定需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年末，由于流动负债规模大幅增长，公司流动比率由年初的 2.03 倍下降至 1.72 倍，速动比率由年初的 0.86 倍下降至 0.54 倍，流动资产对流动负债的保护程度有所下降；公司现金短期债务比由年初的 0.64 倍下降至 0.39 倍，现金类资产对短期债务的保障能力下降。整体看，公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 10.37 亿元，较上年增长 3.02%，主要系折旧增加所致；公司 EBITDA 由利润总额（占 45.98%）、计入财务费用的利息支出（占 16.86%）、折旧（占 35.79%）和摊销（占 1.37%）构成；EBITDA 利息倍数由上年的 9.11 倍下降至 5.93 倍，EBITDA

全部债务比由上年的 0.28 倍下降至 0.21 倍，均较上年有所下降，EBITDA 对全部债务和利息的保障能力有所下降。

截至 2018 年末，公司银行授信额度共计人民币 79.68 亿元，其中尚未使用额度为 48.44 亿元。公司融资渠道较为通畅；公司为上交所上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2018 年末，公司不存在对合并范围以外的企业进行担保的情况。

截至 2018 年末，公司无重大未决诉讼事项。

根据公司提供的人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10330211000519303），截至 2019 年 3 月 19 日，公司已结清和未结清的信贷业务中，无任何不良和关注类记录，公司过往履约情况良好。

总体看，跟踪期内，公司偿债能力指标均有所弱化，但考虑到未来随着百隆越南项目产能的完全释放，公司综合实力有望进一步提升，加之公司未使用授信额度较大，过往履约情况良好，其整体偿债能力仍属很强。

七、本期债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年末，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 12.17 亿元，约为“16 百隆 01”本金（16 亿元）的 0.76 倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度尚可；净资产 77.34 亿元，约为债券本金（16 亿元）的 4.83 倍，公司现金类资产和净资产能够对“16 百隆 01”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 10.37 亿元，约为债券本金（16 亿元）的 0.65 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 61.91 亿元，约为债券本金（16 亿元）的 3.87 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较好。

综合以上分析，考虑到公司在经营规模、生产技术等方面所具备的优势，公司对“16 百隆 01”的偿还能力很强。

八、综合评价

公司作为专业从事色纺纱研发、生产和销售的大型民营上市公司，整体经营情况良好，营业收入规模及毛利率水平基本保持稳定，其中，公司越南工厂新增产能逐步释放，产销规模大幅增长，对公司经营业绩起到了良好支撑作用；但受中美贸易战影响，公司国内产线产销规模有所下降。同时，联合评级也关注到公司在建项目存在一定资金支出压力、投资收益对营业利润贡献较大、大额存货对公司资金占用严重、公司短期债务增长较快以及经营活动现金流转为净流出等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司越南工厂全部完工投产，其成本优势将逐步显现，公司综合实力有望提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“16 百隆 01”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 百隆东方股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	116.71	135.10
所有者权益 (亿元)	72.66	77.34
短期债务 (亿元)	19.87	31.44
长期债务 (亿元)	15.96	17.34
全部债务 (亿元)	35.83	48.78
营业收入 (亿元)	59.52	59.98
净利润 (亿元)	4.88	4.38
EBITDA (亿元)	10.06	10.37
经营性净现金流 (亿元)	3.73	-5.60
应收账款周转次数(次)	11.64	12.72
存货周转次数 (次)	1.70	1.28
总资产周转次数 (次)	0.51	0.48
现金收入比率 (%)	107.92	100.48
总资本收益率 (%)	5.56	5.22
总资产报酬率 (%)	5.66	5.17
净资产收益率 (%)	6.70	5.83
营业利润率 (%)	19.39	18.71
费用收入比 (%)	14.73	12.20
资产负债率 (%)	37.74	42.76
全部债务资本化比率 (%)	33.02	38.68
长期债务资本化比率 (%)	18.01	18.32
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.11	5.93
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.28	0.21
流动比率 (倍)	2.03	1.72
速动比率 (倍)	0.86	0.54
现金短期债务比 (倍)	0.64	0.39
经营现金流动负债比率 (%)	14.43	-14.64
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.63	0.65

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期融资款

+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。