

上海纺织（集团）有限公司

2015 年度第一期中期票据

## 跟踪评级报告

主体信用等级： AA<sup>+</sup>级

债项信用等级： AA<sup>+</sup>级

评级时间： 2016 年 7 月 28 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2016]100821】

跟踪对象:上海纺织(集团)有限公司 2015 年度第一期中期票据(简称:本期中票)

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA <sup>+</sup> 级	稳定	AA <sup>+</sup> 级	2016 年 7 月 28 日
前次跟踪:	AA <sup>+</sup> 级	稳定	AA <sup>+</sup> 级	2015 年 9 月 22 日
首次评级:	AA <sup>+</sup> 级	稳定	AA <sup>+</sup> 级	2015 年 2 月 5 日

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪评级”或“本评级机构”)对上海纺织(集团)有限公司(简称“上纺集团”、“该公司”或“公司”)及其发行的 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级反映了 2015 年以来上纺集团在综合实力、行业地位、品牌优势、存量资源、业务结构调整等方面所保持优势,同时也反映了公司在贸易环境、跨国经营能力、主业盈利能力、刚性债务偿付等方面继续面临压力与风险。

#### 主要优势:

- **行业地位突出,综合实力强。**上纺集团具有完整的产业链,在纺织行业中地位突出,综合实力强。
- **多品牌协同发展。**上纺集团具有一批知名的传统民族品牌,同时发展 EY、Prolivon 等新兴品牌,并且具有丰富的时尚产业运营经验。
- **持有大量存量园区资源。**上纺集团拥有大量的存量土地资源,可在上海市存量土地二次开发优惠政策及旧城改造的动迁机遇中受益。
- **内部业务结构逐步优化。**跟踪期内,上纺集团一方面关闭了部分低效门店和亏损企业;另一方面进一步拓展海外业务,国际化战略取得一定进展。同时加快技术创新平台整合,内部业务结构逐步优化。

#### 主要风险:

- **国际贸易环境波动风险。**贸易业务是上纺集团的核心业务,易受国际贸易形势、大宗商品价格波动、人民币汇率波动以及劳动力成本上涨等影响,收入存在一定的波动风险。
- **主业盈利能力一般。**跟踪期内,上纺集团的

### 主要财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>发行人母公司数据:</b>				
货币资金	2.72	5.01	9.23	0.84
刚性债务	—	7.00	20.15	28.34
所有者权益	96.71	97.84	101.43	101.49
经营性现金净流入量	-2.61	-4.88	-0.55	7.38
<b>发行人合并数据及指标:</b>				
总资产	253.47	248.17	322.00	320.67
总负债	149.44	137.89	195.74	192.46
刚性债务	34.24	36.66	71.73	78.20
所有者权益	104.03	110.28	126.26	128.21
营业收入	432.60	431.43	460.71	121.92
净利润	6.08	6.10	7.85	2.21
经营性现金净流入量	0.12	-6.47	2.71	-0.71
EBITDA	13.67	13.20	16.27	—
资产负债率[%]	58.96	55.56	60.79	60.02
权益资本与刚性债务比率[%]	303.81	300.81	176.03	163.95
流动比率[%]	114.00	120.39	132.43	134.64
现金比率[%]	38.18	34.61	40.02	25.07
利息保障倍数[倍]	9.79	7.56	6.73	—
净资产收益率[%]	6.07	5.70	6.64	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.08	-4.50	1.62	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.51	-6.31	-2.10	—
EBITDA/利息支出[倍]	14.81	11.33	9.52	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.46	0.37	0.30	—

注:根据上纺集团经审计的 2013-2015 年度及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

贾飞宇  
 Tel: (021)63501349-858  
 E-mail: jfy@shxsj.com

黄梦姣  
 Tel: (021)63501349-857  
 E-mail: hmj@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
 Tel: (021)63501349 63504376  
 Fax: (021)63500872  
 E-mail: mail@shxsj.com  
 http://www.shxsj.com

盈利对投资净收益和营业外净收入依赖度仍较高，主业盈利能力有待提高。

- **国际化扩张中面临的经营及政治风险。**跟踪期内，上纺集团继续推进国际化战略，努力打造全球产业链。但由于缺乏相关国际经营经验以及国际政治环境多变，公司面临一定的经营及政治风险。
- **刚性债务偿付压力。**跟踪期内，上纺集团刚性债务规模扩张较快，负债经营程度有所上升，刚性债务偿付压力有所增加。

### ➤ 未来展望

通过对上纺集团及其发行的本期中票主要信用风险要素的分析，新世纪评级维持公司 AA<sup>+</sup>主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中票还本付息安全性很高，并维持本期中票 AA<sup>+</sup>信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 声明

本评级机构对上海纺织（集团）有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级作如下声明：

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评估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。

本评级机构与评估人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对评级对象进行跟踪评级。在信用等级有效期内，评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

# 上海纺织（集团）有限公司

## 2015 年度第一期中期票据

### 跟踪评级报告

#### 一、跟踪评级原因

按照上海纺织（集团）有限公司（以下简称“上纺集团”、“该公司”或“公司”）2015 年度第一期中期票据信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据上纺集团提供的经审计的 2015 年财务报表、未经审计的 2016 年第一季度财务报表及相关经营数据，对上纺集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

#### 二、宏观经济和政策环境

2016 年第一季度，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济总体上延续了复苏的态势，但经济增速略微放缓，且不确定性有所增加，导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下，欧洲经济温和复苏，并且主权信用风险有所缓解，有利于欧盟政治、经济的整体稳定。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降，而其经济的结构性问题短期内尚难解决。

2016 年第一季度，国际石油价格保持低迷，石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中，印度维持了中高速增长态势，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下，经济尚未出现实质性转折；巴西的经济增长和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐短期内偏向保守；欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行行业的结构性危机，继续维持量化宽松的货币政策；日本将继续推行量化宽松和低利率货币政策。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016 年第一季度，中国对外开放水平继续提高，人民币国际

使用不断扩大、国际地位继续增强，资本项目可兑换进程持续推进。

“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016 年第一季度，中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控；在积极的财政思路下，本年中国财政赤字率升至 3%。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，在物价水平总体可控的条件下保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，有利于实体经济去库存、去产能的顺利推进。2016 年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2016 年第一季度中国国内生产总值同比增速为 6.7%，仍然存在一定的下行压力，但是包括制造业 PMI、固定资产投资总额和 PPI 等重要数据均有一定的回暖，说明政府的稳增长、调结构的经济政策效力开始显现。从行业来看，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件有所扩散，但总体依然可控。

中国经济本年仍将保持较大的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发



展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持稳定的增长；在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

### 三、公司所处行业及区域经济环境

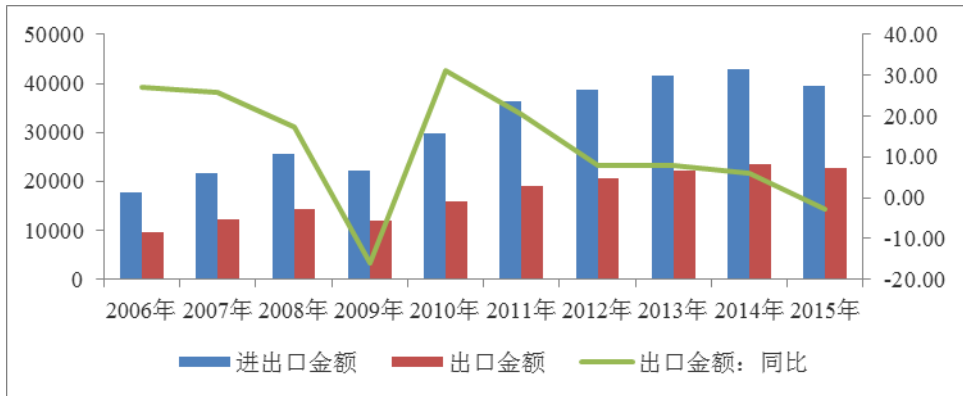
#### 1. 贸易行业

受国际国内市场需求不振、大宗商品价格下跌及传统竞争优势弱化的影响，2015 年以来我国对外贸易形势严峻，进出口额均出现下滑。我国持续推出政策支持外贸发展，同时“一带一路”政策也为我国对外贸易带来一定的增长空间。

改革开放以来，我国在对外贸易方面进行了一系列的改革，确立了出口导向型的外贸政策，促使我国对外贸易取得了巨大的发展。但是自 2012 年以来受欧债危机影响，外贸行业整体处于较为低迷的状态，国际大宗商品价格波动，各国贸易保护主义倾向日益加深，国际市场环境趋于复杂。面对复杂严峻的外贸形势，我国陆续发布政策促进我国外贸发展。2015 年 8 月，国务院办公厅发布《关于促进进出口稳定增长的若干意见》，以进一步推动对外贸易便利化，改善营商环境，为外贸企业减负助力，促进进出口稳定增长，培育国际竞争新优势。

2015 年以来，国际经济总体复苏乏力，全球贸易仍处于深度调整期，我国出口持续受到抑制；同时，国际大宗商品价格大幅下跌，国内经济面临较大的下行压力，我国进口额也出现下降。2015 年我国实现进出口总额 24.59 万亿元，比上年下降 7%。其中，出口 14.14 万亿元，下降 1.8%；进口 10.45 万亿元，下降 13.2%；贸易顺差 3.69 万亿元，扩大 56.7%。2016 年以来，世界经济低增长、外需低迷的情况，并没有得到明显的改善，我国对外贸易发展仍然面临很多困难。2016 年第一季度，我国实现进出口总额 5.21 万亿元，比上年同期下降 5.9%。其中，出口 3.01 万亿元，下降 4.2%；进口 2.20 万亿元，下降 8.2%；贸易顺差 8102 亿元，扩大 8.5%。

图表 1. 2006 年以来我国进出口增长情况 (单位: 亿美元, %)



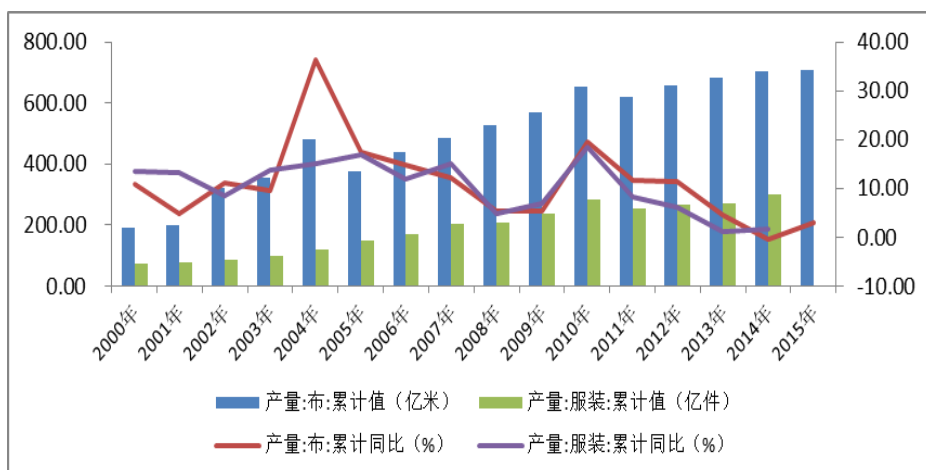
资料来源: Wind 资讯

## 2. 纺织服装行业

近年来受宏观经济下行、终端需求不振及劳动力成本上涨的不利影响,我国纺织行业产销增速放缓,持续处于低盈利状态。2015年出口压力进一步增大,经营效益未现明显改善,在行业向平台化和细分化转型中,行业集中度将有所提升,竞争优势将向行业龙头企业逐渐靠拢。

2015年以来,我国纺织服装业持续推进结构调整和转型升级,但整体仍维持低速增长态势。2015年布产量709.90亿米,同比增长3.10%;2015年1~10月服装产量249.24亿件,同比增长1.53%。

图表 2. 我国纺织服装行业主要产品产量情况 (单位: 亿件, %)



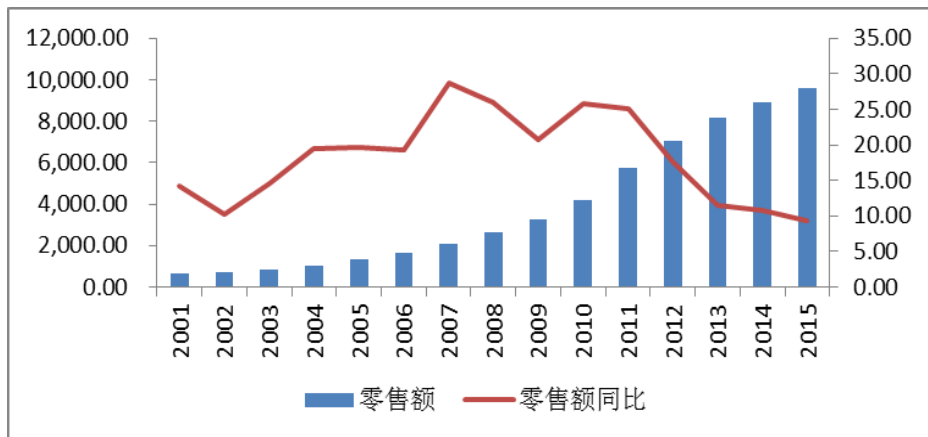
资料来源: Wind 资讯

内销方面,受内需增长放缓的影响,我国纺织服装业销售整体虽仍保持增长,但增速有所放缓。从渠道类型来看,我国服装类商



品线下销售增速放缓，大型零售企业销量出现下滑。2015年及2016年第一季度我国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售额分别同比增长9.80%和7.20%；同期全国百家重点大型零售企业服装商品零售额分别同比下降0.30%和5.10%。而随着网络购物的兴起，各电商平台和垂直电商逐渐成为服装内销的重要渠道，并对传统线下销售起到一定程度的补充和替代作用，近年来服装商品线上销售呈增长态势，但增速逐渐放缓。2015年我国穿类商品网上零售额同比增长21.4%，低于网上零售总额增速11.9个百分点；2016年第一季度增幅降至16.0%。

图表 3. 全国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售额（单位：亿元，%）



资料来源：Wind 资讯

出口方面，近年来受人民币升值和劳动力成本上升等因素的影响，部分来自欧美市场的订单转向柬埔寨和越南等成本更低的东南亚国家，东南亚国家在中低档纺织服装领域逐渐成为我国有力的竞争者。另外，根据欧委会第1421/2013号法规，2015年1月1日起中国内地所有产品不再获得欧盟普惠制优惠，由此导致关税成本增加，我国产品在欧盟市场的竞争力受到削弱。在国际市场需求疲软和市场竞争加剧的影响下，2015年以来我国出口压力进一步增大，出口额出现负增长。根据海关总署数据，2015年我国服装及衣着附件出口金额为1,742.80亿美元，同比下降6.40%。

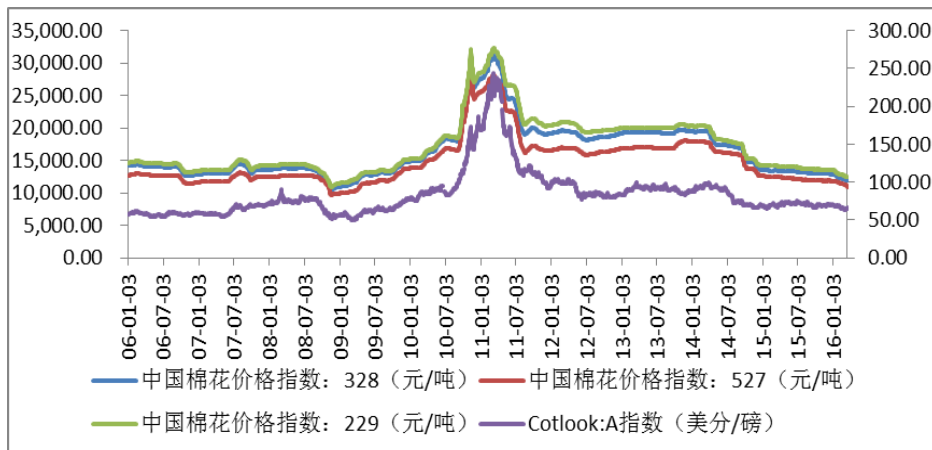
从行业内企业经营效益来看，2015年以来我国纺织业收入增速有所放缓，但已趋于稳定，在原材料成本下降的背景下，利润总额增速上升，当年实现主营业务收入40,173.30亿元，同比增长5.40%，增速较上年下滑1.48个百分点；当年实现利润总额2,167.50亿元，

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。2016 年第一季度我国纺织业营业收入和利润总额同比增速分别为 5.10%和 6.70%。近年来服装行业处于去库存调整阶段，2015 年整体经营业绩仍未出现明显改善。根据国家统计局数据，2015 年，我国纺织服装、服饰业实现主营业务收入 22,067.90 亿元，同比增长 5.60%，增速较上年同期下滑 2.42 个百分点；当年实现利润总额 1,306.30 亿元，同比增长 4.00%，增速较上年下滑 6.55 个百分点；销售利润率同比小幅下滑 0.09 个百分点至 5.92%。2016 年第一季度我国纺织服装、服饰业营业收入和利润总额增速分别为 6.70%和 6.90%。截至 2015 年末，国内纺织服装企业共 15,585 家，其中亏损企业 1,725 家，较上年减少 9 家；亏损企业亏损额累计为 50.30 亿元，减亏 1.26 亿元。整体而言，2015 年以来国内纺织服装行业仍处于低盈利状态，且收入增速放缓，在终端需求低迷、行业竞争日趋激烈的背景下，国内纺织服装企业仍面临较大的经营压力。

**纺织服装行业主要原材料棉花和化纤价格延续下滑态势，对国内纺织服装企业盈利能力形成一定支撑，但劳动力成本持续上升仍对纺织服装业成本控制造成一定压力。**

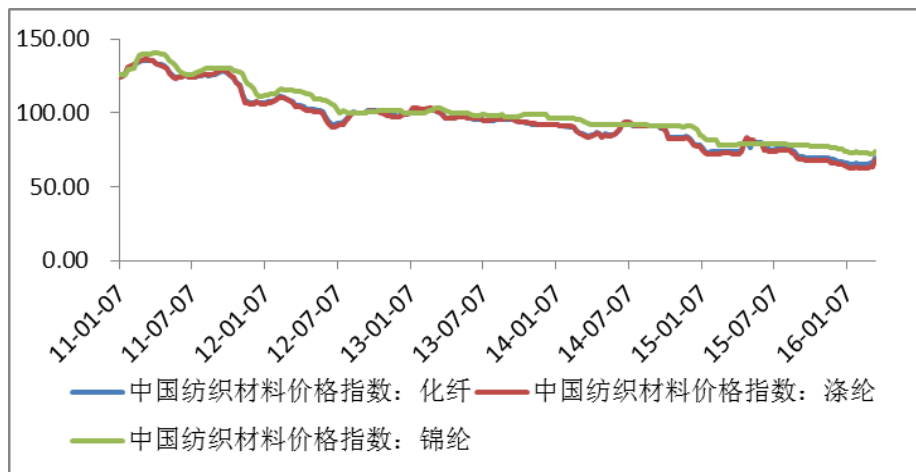
纺织服装业原材料主要为棉花、化纤等。2011~2013 我国连续实行了 3 年棉花临时收储政策，导致国内棉价比国际市场棉价高出近 45%。2014 年我国取消了棉花临时收储政策，棉价开始以回归市场，国内市场棉花价格持续下滑，内外棉价差持续收窄。2015 年以来国内棉价延续下滑态势，328 级棉花价格指数由年初约 13,607 元/吨降至年末约 12,922 元/吨。2016 年 4 月 25 日，全国棉花交易市场、中储棉、中纤局公布国储棉轮出细则，2016 年出库总量不超过 200 万吨，出库储备棉为 2011 至 2012 年度储备棉及部分 2013 年度储备棉，交易价格在挂牌报价基础上由买方自主加价，以最高购买价成交。此次国储棉轮出政策将向市场释放部分棉花供给，棉花价格或将进一步承压，但因近两年来棉价持续下跌已大量消耗了棉花库存，棉花需求已产生缺口，且储备棉存放时间较长，质量受到一定影响，此次棉花供给的释放对棉价影响有限；国际市场棉花价格近年来小幅波动，2015 年基本保持平稳趋势，而 2016 年初国际市场棉花价格开始呈现下跌趋势。此外，化纤行业近年来也持续面临较为严重的产能过剩，涤纶、锦纶等化纤面料价格逐年下降。

图表 4. 2006 年以来国内外棉花价格走势



资料来源：Wind 资讯

图表 5. 2011 年以来化纤材料价格走势



资料来源：Wind 资讯

劳动力成本方面，纺织服装业为典型的劳动密集型行业，劳动力成本占制造成本的 10%-15%，我国长期以来的低劳动力成本为我国纺织服装业带来成本优势和国际竞争力。但近年来劳动人口增速降低，人均工资逐年增长，近三年来制造业平均工资增速均超过 10%。在劳动力成本优势逐渐弱化的趋势下，部分国际订单流向成本更低的东南亚周边国家，国内纺织服装企业成本压力也逐渐增长。

#### 四、公司自身素质

##### (一) 公司产权状况、法人治理结构与管理水平

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，截至 2016 年 3 月末，

上海国盛（集团）有限公司仍为公司控股股东，持股比例为 49%，上海市国有资产监督管理委员会仍为公司实际控制人。公司在管理制度、机构设置等方面无重大变化。

## （二）经营状况

跟踪期内，受收购兼并企业影响、内销业务扩张影响，该公司生产制造业务及贸易业务收入均出现增长，同时时尚产业园区平稳发展，公司主业收入及盈利均有所增长。公司加快全球产业链布局，国际化战略取得一定进展。公司在建项目规模增长较快，存在一定的资本性支出压力。

该公司是集纺织品生产、销售及进出口贸易为一体的大型综合性企业，是我国最大的纺织集团之一。公司主要业务由生产制造、贸易及其他业务三大板块构成。2015 年，公司实现主营业务收入 454.03 亿元，较上年增长 7.16%，主要因当年收购慧联织造厂有限公司（简称“慧联织造”）、贸易业务扩大内销规模所致。公司主营业务收入主要来源于贸易业务收入。当年公司实现贸易业务收入 373.17 亿元，较上年增长 6.68%，占主营业务收入比重为 82.19%。2015 年因新收购的慧联织造毛利率较高，且关闭了亏损的上海联吉合纤有限公司（简称“联吉和纤”），公司生产制造业务毛利率增至 14.01%，带动主营业务毛利率增加至 7.52%。2016 年第一季度，公司实现主营业务收入 120.69 亿元，毛利率为 7.90%。

图表 6. 2014 年以来公司主营业务经营情况（单位：亿元，%）

	2014 年		2015 年		2016 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>主营业务收入</b>	<b>423.70</b>	<b>100.00</b>	<b>454.03</b>	<b>100.00</b>	<b>120.69</b>	<b>100.00</b>
生产制造	49.43	11.67	53.03	11.68	14.88	12.33
贸易	349.79	82.56	373.17	82.19	98.81	81.87
其他业务	24.48	5.77	27.83	6.13	7.00	5.80
<b>主营业务毛利</b>	<b>31.11</b>	<b>100.00</b>	<b>34.15</b>	<b>100.00</b>	<b>9.54</b>	<b>100.00</b>
生产制造	4.25	13.66	7.43	21.76	1.91	20.05
贸易	14.33	46.06	13.30	38.96	3.76	39.45
其他业务	12.53	40.28	13.42	39.29	3.86	40.50
<b>主营业务毛利率</b>	<b>7.34</b>		<b>7.52</b>		<b>7.90</b>	
生产制造	8.60		14.01		12.86	
贸易	4.10		3.56		3.81	
其他业务	51.18		48.20		55.14	

资料来源：上纺集团

## 1. 生产制造业

该公司的生产制造业务包括品牌纺织品制造业、产业用纺织品制造业和新型功能性化纤及材料制品业等三大业务板块。2015年，公司实现生产制造业务收入 53.03 亿元，较上年增长 7.28%，主要因新增子公司导致品牌纺织品制造业务收入增长、汽车内饰销量增长导致产业用纺织品收入增长所致。当年公司毛利率为 14.01%，较上年增长 5.41 个百分点，主要因收购业务毛利率较高的慧联织造及关停亏损的联吉和纤所致。2016 年第一季度，公司生产制造业务收入为 14.88 亿元，毛利率为 12.86%。

图表 7. 2014 年以来公司生产制造业细分板块收入情况(单位:亿元,%)

	2014 年		2015 年		2016 年第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
品牌纺织品制造	21.88	8.79	25.73	12.25	5.68	9.09
产业用纺织品	13.74	14.01	17.04	14.57	6.19	14.65
新型功能性化纤及材料制品	11.21	-0.38	3.84	16.30	0.90	15.30
其他 <sup>1</sup>	2.60	17.07	6.42	18.24	2.12	16.68
<b>合计</b>	<b>49.43</b>	<b>8.60</b>	<b>53.03</b>	<b>14.01</b>	<b>14.88</b>	<b>12.86</b>

资料来源：上纺集团

### 1.1. 品牌纺织品制造

该公司的品牌纺织品制造业主要由二级子公司上海龙头（集团）股份有限公司（以下简称“龙头股份”）及其下属子公司负责运营。龙头股份主要从事家用纺织品和服饰的生产和销售业务，拥有“三枪”、“海螺”、“民光”和“凤凰”等自主传统民族品牌及 EY 和 Prolivon 等时尚服装品牌，还成为 Disney、Bagutta 等一批国际知名品牌的主要代理商，在服装纺织领域具有一定的市场地位。

2015 年 8 月，该公司与自然人朱仕森、彭慧克签订股权转让协议，以 5.90 亿元港币收购慧联织造 51% 的股份。慧联织造主业为毛衣设计、织造及销售，并为中高档客户进行贴牌生产，产品供应美国 GAP、梅西百货、AEO 等大型品牌商及零售商，年产量达 2200 万件，产能位列毛衫行业亚洲前四。截至 2015 年末，慧联织造总资产 14.25 亿元，总负债 11.02 亿元，净资产为 3.23 亿元；2015 年度 9-12 月实现营业收入 4.74 亿元，净利润 0.65 万元。

<sup>1</sup> 其他业务收入主要为纺织印刷业务收入。



跟踪期内，该公司继续对品牌纺织品制造业进行内部结构调整，一是“三枪”、“海螺”、“民光”等品牌继续优化线下渠道建设与终端布局。2015年公司新增直营终端248家，关闭低效门店75家。截至2015年末，三枪品牌直营店为1,824家，加盟店为648家；龙头家纺品牌直营店为61家，加盟店为25家；海螺衬衫的直营店为240家，加盟店为146家。同时，公司对业务部门的考核从终端开店数向“专卖店采用租售比、专柜采用盈利面”的方式转变；二是继续推进电商业务发展。2015年，公司电商业务实现收入3.79亿元，同比增长39.34%。

跟踪期内，因收购慧联织造，该公司品牌纺织品制造业收入及盈利水平均出现增长，2015年实现收入25.73亿元，较上年增长17.61%；业务毛利率为12.25%，较上年提升3.46个百分点。2016年第一季度，公司实现品牌纺织品制造业务收入5.68亿元，业务毛利率为9.09%。

## 1.2. 产业用纺织品

该公司产业用纺织品板块包括汽车内饰和纺织新材料两大类，主要由下属上市公司上海申达股份有限公司（以下简称“申达股份”）负责运营。申达股份在全国拥有16家汽车用纺织品生产企业，产品包括以低碳为主的汽车配套装饰用品、以膜结构为代表的产业用布、以服装为主的纺织品出口以及提供出口代理劳务等。公司产业用纺织品业务增长较快，2015年，受汽车内饰业务销量增加影响，该业务实现收入17.04亿元，较上年增长24.02%；当期业务毛利率为14.57%，较上年变化不大。2016年第一季度，该业务收入为6.19亿元，业务毛利率14.65%。

该公司汽车内饰业务的产品主要包括汽车地毯、汽车内饰面料、汽车安全带等汽车内饰配套产品。2015年，在销量增长的带动下，公司汽车内饰业务实现收入14.60亿元，较上年增长26.63%。公司继续推进全国布局战略，目前已在仪征、铁岭、沈阳、长沙、天津、太仓、武汉设有汽车内饰配套生产基地，2015年，公司成型地毯的产量为228万套，产能利用率为89.76%；汽车坯毯产量为2,040万米，产能利用率为100.00%；汽车内饰面料的产量为1,000万米，产能利用率为83.33%。销售方面，2015年公司主要产品销量均有所提高，成型地毯、汽车坯毯及内饰面料销量分别为262万



套、2,137 万米和 975 万米，分别较上年增长 11.02%、2.20% 和 17.75%。2015 年华晨宝马等高端车型配套项目的销售额占汽车内饰总销售额的 16.67%。

该公司的新材料产品涵盖了 PVC 柔性复合材料、机织过滤材料、经编、无纺布和土布合成材料等。目前，公司新材料的年产能为 1,200 万平方米，2015 年新材料的产量为 1,132 万平方米，产能利用率为 94.33%。2015 年，公司实现新材料销售收入 2.44 亿元，较上年下降 9.27%，主要系当年欧元下跌，公司对欧洲等主要出口地区的销售受到影响。

**图表 8. 2014 年以来公司产业用纺织品业产销情况**

产品	2014 年			2015 年			2016 年第一季度		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量
成型地毯 (万套)	325	243	236	254	228	262	266	75	98
汽车坯毯 (万米)	1,680	2,081	2,091	2,040	2,040	2,137	2,200	548	418
内饰面料 (万米)	840	821	828	1,200	1,000	975	1,280	289	284
新材料 (万平方米)	1,500	1,553	1,553	1,200	1,132	1,115	1,200	245	235

资料来源：上纺集团

### 1.3 新型功能性化纤及材料制品

该公司新型功能性化纤及材料制品原主要由联吉合纤、上海德福伦化纤有限公司（简称“德福伦化纤”）及上海特安纶纤维有限公司（简称“特安纶纤维”）三家企业负责生产，其中产能主要集中于联吉合纤，因经营持续亏损，自 2014 年 4 月 1 日起，联吉合纤全面停产，2015 年公司新型功能性化纤及材料制品业务收入较上年减少 65.74% 至 3.84 亿元，而该业务毛利率得到大幅提升。

**图表 9. 公司新型功能性化纤及材料制品业务产销情况 (单位：吨)**

生产企业	2014 年			2015 年			2016 年第一季度		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量
联吉合纤	250,000	2,751	6,308	-	-	-	-	-	-
德福伦化纤	22,500	18,505	18,753	22,500	18,852	18,838	22,500	4,737	4,714
特安纶纤维	1,000	255	172	1,000	232	213	1,000	33	33
<b>合计</b>	<b>273,500</b>	<b>21,511</b>	<b>25,233</b>	<b>23,500</b>	<b>19,084</b>	<b>19,051</b>	<b>23,500</b>	<b>4,770</b>	<b>4,747</b>

资料来源：上纺集团

作为未来的盈利点，该公司高度重视该业务的研发投入和产业升级，重点发展以高科技、差别化、环保型为特征的新型功能性纤

维及材料制品。2015 年，特安纶与纺研院、川岛联手开发成功航空座椅面料和门帘；“火麒麟”阻燃居家产品获中国消防认证；德福伦的“蓄热保暖咖啡纤维的研制及应用”获得上海市科技进步三等奖；“健康防护功能杂化材料及高值化聚酯纤维设计开发关键技术”获上海市技术发明一等奖。

## 2. 贸易业务

该公司的贸易业务以出口为主，形成了以上海上实国际贸易（集团）有限公司（以下简称“上实国贸”）、申达股份、龙头股份、上海新联纺进出口有限公司、上海汉森投资有限公司和上海华申进出口有限公司等为核心的外贸企业群体。跟踪期内，公司积极推进外贸业务转型发展，在维持现有出口规模的基础上，努力提高自营业务比例，拓展内销业务，提升产品附加值。2015 年，公司贸易业务收入为 373.17 亿元，较上年增加 6.68%。其中，出口业务收入 213.83 亿元，较上年减少 4.17%；进口业务收入 42.39 亿元，较上年减少 5.83%；内销业务收入 116.95 亿元，较上年增长 43.25%。2016 年第一季度，贸易业务实现收入 98.81 亿元。

图表 10. 2014 年以来公司贸易收入构成情况<sup>2</sup>（单位：亿元，%）

贸易类型	2014 年		2015 年		2016 年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
出口	223.13	63.79	213.83	57.30	55.76	56.43
进口	45.02	12.87	42.39	11.36	9.40	9.51
内销	81.64	23.34	116.95	31.34	33.65	34.06
合计	<b>349.79</b>	<b>100.00</b>	<b>373.17</b>	<b>100</b>	<b>98.81</b>	<b>100</b>

资料来源：上纺集团

2015 年，根据国内市场需求变化，该公司调整了部分进口贸易产品结构，其中，乳制品进口收入占比为 8.36%，较上年下降 6.43 个百分点；食品饮料占比为 9.63%，较上年提高 5.31 个百分点；矿产品占比为 15.86%，较上年下降 2.56 个百分点。

图表 11. 按海关统计口径进口商品分类情况（单位：亿美元，%）

进口产品	2014 年		2015 年		2016 年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
纺织原料及制品	11,229	8.60	11,392	10.49	1,730	6.45
乳制品	19,063	14.60	9,082	8.36	4,139	15.44
机电产品	10,341	7.92	6,808	6.27	1,350	5.03

<sup>2</sup> 2014 年数据较前次评级报告有所调整。

进口产品	2014 年		2015 年		2016 年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
化学品	12,460	9.54	10,051	9.26	1,879	7.01
医疗仪器	1,842	1.41	692	0.64	88	0.33
塑料及其制品	19,547	14.97	15,048	13.86	3,780	14.10
木及制品	2,757	2.11	1,570	1.45	1,098	4.09
矿物材料制品及陶瓷品	518	0.40	705	0.65	111	0.41
食品饮料	5,647	4.32	10,460	9.63	1,692	6.31
动植物油	1,695	1.30	1,637	1.51	634	2.36
植物产品	14,674	11.24	10,226	9.42	868	3.24
矿产品	24,054	18.42	17,223	15.86	4,214	15.72
其他	6,778	5.17	13,677	12.60	5,231	19.51
<b>合计</b>	<b>130,605</b>	<b>100.00</b>	<b>108,571</b>	<b>100.00</b>	<b>26,814</b>	<b>100.00</b>

资料来源：上纺集团

跟踪期内, 该公司进一步拓展海外业务, 加快全球产业链布局, 国际化战略取得一定进展。2015 年 8 月公司完成了对慧联织造的收购, 自主毛衫设计、制造能力达年产量 2,200 万件, 80% 以上产品销往美国知名品牌零售商和大型百货商场。下属子公司申达股份新设子公司 SSII, 以其为主体收购美国 MMR 公司资产并接手其原有女装业务; 通过增资 CROSS RIVER 公司收购美国 PFI 公司 ( 主业为床品及家纺等业务, 主要客户为美国各大知名百货商店和电商客户 ) 的 100% 股权, 在家纺等业务上可带来 4,500 万美元业务量; 收购上海优璞服装有限公司 51% 股权, 主要客户为日本迅销集团旗下优衣库和 GU 等, 通过设于日本的设计研发团队和国内的生产管理团队, 整合资金、管理经验和供应商资源, 大量接洽日本服装一手订单; 收购美国 NYX 公司 35% 股权, 使产品范围从现有的纺织内饰件向附加值更高的汽车内饰件拓展, 从中国市场向北美市场拓展。上实国贸在香港合资成立了航运与国际贸易公司, 通过镍矿进口优势和合作方在菲律宾拥有矿山资源的优势, 提升镍矿进口的竞争优势和业务量。此外, 2015 年, 新联纺的缅甸服装加工检品厂正在申请办理企业进出口资格及注册手续, 注册成功后, 该工厂有望成为公司在缅甸的业务平台。

### 3. 其他业务

该公司其他业务主要包括时尚产业板块和科技产业板块, 收入主要来源于时尚产业板块。2015 年及 2016 年第一季度, 时尚产业板块实现收入分别为 22.55 亿元和 4.50 亿元; 科技板块实现收入分

别为 1.94 亿元和 0.64 亿元。

### 3.1 时尚产业园区

该公司对其拥有的大量遗留厂房、工业用地等资产进行改造，形成了一定规模的时尚产业园并对外出租经营。目前已建成投入运营的创意产业园区包括上海国际时尚中心、尚街 Loft、上海国际设计交流中心、M50 半岛园区等共 57 个园区，其中 2015 年新建成绍兴水街并投入运营。

截至 2015 年末，该公司持有的时尚园区占地面积为 135.14 万平方米，建筑面积为 202.71 万平方米，可出租面积（建筑面积）为 183.83 万平方米，已出租面积为 157.97 万平方米，出租率达 85.9%，租期一般为 3 年。2015 年公司实现时尚园区出租收入 9.82 亿元，较上年增长 8.99%，毛利率为 60%。2016 年第一季度，实现时尚园区出租收入 2.69 亿元，毛利率为 60%。

### 3.2 科技产业

跟踪期内，该公司努力提升产品的科技含量，以科技成果转化服务于品牌发展，通过新技术、新纤维、新面料、新工艺来提升品牌附加值。2015 年，公司研发支出较上年增长 5.51% 至 1.59 亿元，主要用于新材料、新技术、新产品方面的科技投入。

2015 年该公司申请专利 127 项，其中发明 59 项，实用新型 45 项，授权发明专利 23 项；获得授权发明专利 17 项。其中，公司与特安纶联合拥有的发明专利“芳香族聚砜酰胺纤维的制造方法”荣获第十七届中国专利优秀奖。2015 年，公司继续推进上海市纺织科学研究院（以下简称“纺研院”）的建设，技术创新“4+1”平台完成整合，上海纺织检测标准有限公司实质性运作，阜宁滤料实验室完成工商注册并基本建成；松江汽车检测实验室完成工商注册；南通纺织品实验室基本筹备完成；智能成衣项目已完成定制软硬件技术联通。公司继续深化产学研合作，与上海工程技术大学签订“产学研合作协议”，成立“上海纺织工程与时尚产学研一体化中心”。纺研院与东华大学纺织学院签署了战略合作协议，联合成立了“东华大学纺织学院上海市纺织科学研究院联合研究中心”、“特种纺纱织造实验室”、“柔性复合材料实验室”。当年，德福伦的“蓄热保暖咖啡纤维的研制及应用”获得上海市科技进步三等奖；“健康防护功能杂化材料及高值化聚酯纤维设计开发关键技术”获上海市技

术发明一等奖。申达科宝的“功能性蓬盖材料制造技术及产业化”获得中国纺织工业联合会科技进步一等奖。

#### 4. 在建工程

跟踪期内，该公司开发的上南路 3301 号地块经济适用房项目已完工，与经济适用房对应的商品房项目于 2015 年 9 月开工，预计建造 2 幢高层建筑，建筑面积 33,753 平方米，计划总投资 9.32 亿元，预计 2016 年完成大部分主体结构，2017 年初开始预售。2015 年 3 月公司以综合楼板价 3,322 元/平方米取得绍兴迪荡湖项目开发权<sup>3</sup>，该项目位于绍兴市高新区，北临迪荡湖，分为 A、B 两区，A 区为居住用地并少量兼容商业商务，用地面积 8.72 万平方米，建筑面积 20.92 万平方米，目前正在进行地下结构施工，预计 2016 年 8 月底达到预售条件，2019 年 3 月交付使用；B 区为居住用地，用地面积 2.92 万平方米，建筑面积 5.50 万平方米，将于 2016 年 10 月开工，预计 2017 年 4 月达到预售条件，2019 年 7 月交付使用。截至 2016 年 3 月末，公司在建项目包括海尚大厦、上南路 3301 号地块经适房捆绑商品住宅项目、上海智力产业园二期项目及绍兴迪荡湖项目，总投资 47.12 亿元，累计已投资 22.70 亿元，迪荡湖项目投资规模较大，后续面临一定的资本性支出压力。

图表 12. 截至 2016 年 3 月末公司在建项目开发情况 (单位: 亿元, %)

项目名称	计划总投资	累计投资	投资计划			项目进展情况
			2016 年	2017 年	2018 年	
海尚大厦	9.00	9.00	1.00	-	-	1、2 号楼已封顶，3 号楼基础已完成，现正在进行屋面结构施工及整体道路及绿化施工，预计 2016 年 10 月完工。
上南路 3301 号地块经适房捆绑商品住宅项目	9.32	3.20	0.67	2.94	2.51	正在进行 4#楼主体结构一层施工。
上海智力产业园二期项目	3.80	2.50	0.63	-	-	施工已基本完成。
绍兴迪荡湖项目	25.00	8.00	3.00	4.00	6.00	A 区正在进行地下结构施工。B 区 2016 年 10 月开始打桩。
<b>合计</b>	<b>47.12</b>	<b>22.70</b>	<b>5.30</b>	<b>6.94</b>	<b>8.51</b>	-

资料来源：上纺集团

<sup>3</sup> 周边住宅销售价格约为 10,000~12,000 元/平方米。



### （三） 财务质量

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015 年度报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2016 年第一季度财务报表未经审计。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

截至 2015 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 322.00 亿元，所有者权益为 126.26 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 89.02 亿元）；全年实现营业收入 460.71 亿元，净利润 7.85 亿元（其中归属母公司所有者的净利润 5.39 亿元）；全年实现经营性现金净流量 2.71 亿元。

截至 2016 年 3 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 320.67 亿元，所有者权益为 128.21 亿元（其中归属于母公司的所有者权益为 90.33 亿元）；2016 年第一季度实现营业收入 121.92 亿元，净利润 2.21 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 1.57 亿元）；2016 年第一季度实现经营性现金净流量-0.71 亿元。

跟踪期内，该公司刚性债务规模大幅增长，负债经营程度有所上升。受企业收购兼并、贸易业务内销规模扩大等因素影响，公司收入及盈利均有所增长。公司持有较大规模的可供长期经营的物业及土地资源，可为公司的债务偿付提供良好的保障。

### （四） 公司抗风险能力

**该公司行业地位突出，具有丰富的时尚产业运营经验，品牌知名度较高，研发能力较为突出，在同业中具有较强的竞争优势。此外，公司存量园区资源丰富，可在上海市土地二次开发优惠政策和旧城改造的动迁机遇中受益。整体来看，公司的抗风险能力很强。**

#### （1） 行业地位突出，综合实力强

该公司具有完整的产业链，综合实力强，在全国纺织行业地位较为突出。2015 年公司名列中国企业 500 强<sup>4</sup>第 295 位、中国纺织服装企业竞争力第 6 位、中国对外贸易 500 强企业第 44 位，中国纺织品服装出口第 1 位。

<sup>4</sup> 2015 年 8 月，由中国企业联合会、中国企业家协会在 2015 年中国 500 强企业高峰论坛上发布。



### **(2) 多品牌协同发展，产业运营经验丰富**

该公司经营历史悠久，旗下不仅有“三枪”、“海螺”、“民光”、“凤凰”等老字号品牌，还创设了亲民服装品牌 EY 和高端服装品牌 Prolivon。公司产品质量较好，具有较强的品牌优势。

### **(3) 研发能力较强**

该公司注重科研能力，以纺研院为载体，加快技术创新“4+1”平台的整合，成立了上海纺织检测标准有限公司，具有较强的研发实力。2015 年公司申请专利 127 项，其中发明 59 项，实用新型 45 项，授权发明专利 23 项；获得授权发明专利 17 项。

### **(4) 存量园区资源丰富**

该公司存量园区资源丰富，可受益于上海存量土地二次开发优惠政策和上海加快旧城改造的动迁机遇。已投入运营的 57 个时尚产业园区出租率在 85% 以上，每年能为公司带来稳定的现金流。

## **五、公司盈利能力与偿债能力**

### **(一) 公司盈利能力**

跟踪期内，受企业收购兼并、贸易业务内销规模扩大等因素影响，该公司收入及盈利均有所增长。公司盈利对投资净收益依赖度仍较高，主业盈利能力仍有待提高。

跟踪期内，受企业收购兼并、贸易业务内销规模扩大等因素影响，该公司实现营业收入 460.71 亿元，较上年增长 6.79%，综合毛利率 8.34%，较上年增长 0.67 个百分点。当年公司期间费用较上年增长 8.43% 至 31.34 亿元，主要因收购兼并导致职工薪酬及咨询费等增加、管理费用增长所致。当年期间费用率为 6.80%，与上年基本持平。除主业利润外，公司当年实现投资净收益 4.47 亿元，较上年增长 9.50%，其中处置或持有可供出售金融资产产生的投资收益 3.11 亿元，处置或持有长期股权投资产生的投资收益 1.28 亿元。此外，当年实现营业外净收入 1.24 亿元，主要为政府补贴及非流动资产处置收益等。2015 年，公司分别实现营业利润和净利润 8.97 亿元和 7.85 亿元，分别较上年增长 58.36% 和 28.60%；公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.03% 和 6.64%，分别较上年增长 0.52 个百分点和 0.94 个百分点。

2016 年第一季度，该公司实现营业收入 121.92 亿元，较上年同期增长 22.35%，主要因收购兼并企业、合并范围扩大所致，公司毛利率为 8.40%，较上年同期小幅下降。公司期间费用较上年同期增长 17.54% 至 8.70 亿元，但因收入增长较快，期间费用率较上年同期下降 0.29 个百分点至 7.14%。当期公司实现营业利润和净利润分别为 2.15 亿元和 2.21 亿元，分别较上年同期增长 91.02% 和 112.58%。

## （二）公司偿债能力

跟踪期内，随着该公司业务规模扩大及收购、并购增加，刚性债务规模大幅增长，负债经营程度有所上升。同时，公司持有较大规模的可供长期经营的物业及土地资源，可为公司的债务偿付提供良好的保障。

### 1. 债务分析

#### （1）债务结构

跟踪期内，随着该公司业务规模扩大及收购、并购增加，融资需求增长，2015 年以来公司通过增加借款及发行债券进行融资，债务规模大幅扩张，负债经营程度有所增长。2015 年末，公司负债总额为 195.74 亿元，较上年末增长 41.96%，资产负债率较上年末增长 5.23 个百分点至 60.79%。2016 年 3 月末负债规模较年初小幅下降，当期末负债总额为 192.46 亿元，资产负债率为 60.02%。

从债务结构看，该公司负债以流动负债为主，2015 年末流动负债为 155.64 亿元，较上年末增长 25.61%，占负债总额的比重为 79.51%，较上年末下降 10.34 个百分点，因当年长期借款增长较快，流动负债占比有所下降。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款构成。2015 年末，公司短期借款较上年末增长 14.85% 至 23.65 亿元，主要用于偿还联吉合纤停产产生的银行借款及债权人债务；应付账款较上年末增长 24.58% 至 34.29 亿元，主要因收购业务带来的合并范围增加以及贸易业务扩张所致；受营改增影响，应交税费较上年末增加 3.77 亿元至 3.65 亿元；应付股利较上年末增加 3.44 亿元至 3.56 亿元，主要为收购上海金叶包装材料有限公司（简称“金叶包装”）和慧联织造应付原股东红利；一年内到期的非流动负债较上年末减少 47.21% 至 2.08 亿元，其中

包含 1.87 亿元一年内到期的长期借款，为形式上已逾期的政策性优惠贷款<sup>5</sup>；其他流动负债较上年末增加 9.47 亿元至 9.48 亿元，主要包括新发行 5 亿元短期融资券“15 上海纺织 CP001”及慧联织造为其原股东代持远期外汇合同 3.61 亿元。2016 年 3 月末，随着应交税费的缴纳及远期外汇合同的结清，公司流动负债减少至 149.80 亿元。

2015 年末，该公司非流动负债为 40.10 亿元，较上年末增长 186.77%。非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2015 年末，受资金需求增加及新增子公司影响，公司长期借款较上年末增长 270.82%至 22.04 亿元；当年公司发行中期票据“15 上海纺织 MTN001”，新增应付债券 8.00 亿元。2016 年 3 月末，公司非流动负债增至 42.66 亿元，主要因长期借款继续增长所致。

2015 年末，该公司刚性债务较上年末大幅增长 95.66%至 71.73 亿元，占负债总额的比重为 36.65%；其中，短期刚性债务 41.62 亿元，较上年末增长 35.49%。2016 年 3 月末，刚性债务增至 78.20 亿元，其中短期刚性债务 44.96 亿元。公司刚性债务偿付压力明显增加。2015 年末及 2016 年 3 月末，公司股东权益与刚性债务比率分别为 176.03%和 163.95%，较 2014 年末明显下降，但权益资本对刚性债务的覆盖程度仍较高。同期末短期刚性债务现金覆盖率分别为 149.65%和 83.52%，公司将部分货币资金用于购买银行理财产品，造成货币资金对短期刚性债务的覆盖程度缺乏稳定性。

截至 2016 年 3 月末，该公司对外担保余额为 0.64 亿元，均为慧联织造在公司收购前产生的担保，其中为世辉（香港）有限公司提供担保 0.50 亿元，为全耀发展有限公司提供担保 0.14 亿元。此外，跟踪期内，下属子公司龙头股份代理进口棉花业务中，因买方未履行合同，龙头股份收到国际棉花协会仲裁，裁决龙头股份赔偿卖方 637.60 万美元，目前卖方已向法院提起诉讼申请确认仲裁裁决效力。此外，公司作为原告因进出口代理合同纠纷、财产保险合同纠纷及建设工程施工合同纠纷而涉及多项诉讼、仲裁事项，目前涉案金额达 1.72 亿元人民币。

<sup>5</sup> 系下属孙公司上海申达股份有限公司（持股 31.073%）取得的政策性优惠贷款（由上海汽车发展专项基金发放）。由于相关项目周期长，贷款不能按期归还，企业已向有关部门申请分批还清，不再补办转期手续，上述金额中的 2,050 万元需支付 2.79%/年的利息，9,310 万元为免息借款，尚有 7,310 万元未执行原合同利率支付利息，而是每年按商定归还的本金额和利息额进行逐步还款。

2015 年及 2016 年第一季度，该公司营业收入现金率分别为 110.21%和 99.37%；同期经营活动产生的现金流净额分别为 2.71 亿元和-0.71 亿元。2015 年经营活动产生的现金流净额有所增长，主要因外贸企业应收出口退税款受放款速度影响而有所波动，且当年收购兼并企业所致。2015 年及 2016 年第一季度公司投资活动产生的现金流净额分别为-6.21 亿元和-29.30 亿元，2015 年主要因收购慧联织造等导致现金净流出增加，2016 年第一季度因购买银行理财产品导致现金净流出大幅增加。2015 年及 2016 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流净额分别为 23.12 亿元和 4.63 亿元，2015 年公司通过银行借款、发行债券等进行融资，融资规模迅速扩大，筹资性现金流大幅增长。

随着经营积累，该公司所有者权益持续增长，2015 年末，公司所有者权益为 126.26 亿元，较上年末增长 14.49%，其中实收资本和资本公积占比 119.83%<sup>6</sup>。2016 年 3 月末，所有者权益小幅增至 128.21 亿元。

2015 年末及 2016 年 3 月末，该公司资产总额分别为 322.00 亿元和 320.67 亿元，2015 年末资产总额较上年末增长 29.75%。从资产构成看，流动资产占比较高，为 64.01%。2015 年末流动资产余额为 206.12 亿元，较上年末增长 38.17%。流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。当年末，公司货币资金较上年末增长 56.18%至 59.70 亿元(包括受限使用的货币资金 2.63 亿元)，主要因理财产品赎回所致，现金比率为 40.02%，较上年末增长 5.41 个百分点；应收账款较上年增长 32.20%，主要因收购兼并企业及部分外贸业务未到结算期所致；预付款项较上年末增长 20.46%至 28.76 亿元，主要因外贸业务扩张，预付定金增加所致；存货较上年增长 43.39%至 51.04 亿元，主要因房地产开发成本增加及收购兼并企业所致，其中房地产开发成本及开发商品合计 19.09 亿元，较上年末增长 106.25%；其他流动资产较上年末增长 208.00%至 9.88 亿元，主要为慧联织造为其原股东代持远期合同及“营改增”产生的增值税留抵税额。2016 年 3 月末，公司流动资产为 201.70 亿元，当期末因再次购买理财产品（以短期保本型理

<sup>6</sup> 由于 2005 年公司执行企业会计制度计提八项减值准备追溯调减未分配利润；以及根据财政部、上海市国资委的相关要求，自 2009 年度 1 月 1 日起全面执行新企业会计准则，将原资不抵债企业纳入合并范围和计提预计负债等因素，导致追溯调减未分配利润，未分配利润持续呈现大额负值，2015 年末公司的未分配利润为-69.53 亿元。

财产品为主), 货币资金较年初减少 44.70%至 33.01 亿元, 其他流动资产较年初增长 152.58%至 24.96 亿元。2015 年末及 2016 年 3 月末, 公司流动比率分别为 132.43%和 134.64%, 速动比率分别为 81.16%和 79.91%, 资产流动性较 2014 年末有所提高。

2015 年末, 该公司非流动资产为 115.88 亿元, 较上年末增长 17.06%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产和无形资产构成。其中, 可供出售金融资产较上年末增长 68.65%至 15.52 亿元, 主要系下属子公司所持有的申万宏源、中毅达等法人股上市以及嘉麟杰等股票期末公允价值变动所致; 长期股权投资较上年末减少 27.86%至 9.32 亿元, 主要因对原合营企业上海松江埃驰汽车地毯声学元件有限公司、原联营企业金叶包装增加持股比例并纳入合并范围, 同时出售部分参股企业股权所致; 无形资产较上年增长 38.10%至 20.97 亿元, 主要因收购慧联织造所致; 商誉较上年末增加 3.29 亿元至 3.61 亿元, 主要因收购多家子公司所致。2016 年 3 月末, 公司非流动资产为 118.98 亿元, 其中长期股权投资较年初增长 49.03%至 13.89 亿元, 主要因收购美国 NYX 公司<sup>7</sup>、信力房产及塔恩包装等股权投资所致。

### (三) 外部支持

该公司资信状况良好, 融资能力强, 融资渠道通畅, 能够为公司发展提供有力的资金支持。截至 2016 年 3 月末, 公司共取得银行授信额度为 355.31 亿元, 其中未使用银行授信额度为 278.44 亿元。

## 六、公司过往债务履约情况

根据该公司 2016 年 6 月 23 日的《企业基本信用信息报告》, 公司过往无信贷违约记录, 历史偿债情况良好。截至 2016 年 6 月末, 公司待偿债券余额为 20.00 亿元, 相关债券还本付息情况均正常。

<sup>7</sup> 2015 年 12 月, 公司通过在美国特拉华州设立的投资平台公司 Shenda (America) Investment, LLC 收购美国 NYX 公司 35% 股权。美国 NYX 公司是汽车内部和引擎盖下产品解决方案的一级供应商, 产品主要包括: 门板、中心控制台、车顶控制系统、手套箱系统、膝垫组件、内部装饰、座椅组件、座椅靠背板, 市场主要集中于北美。2015 年美国 NYX 公司实现营业收入 35898 万美元, 净利润 3819 万美元。该项投资导致 2016 年 3 月末长期股权投资余额增加 3.60 亿元。



图表 13. 截至 2016 年 6 月末公司待偿债券本金情况 (单位: 亿元, %)

项目	起息日	兑付日	发行金额	票面年利率
15 上海纺织 MTN001	2015.07.24	2018.07.24	8.00	4.08
15 上海纺织 CP001 <sup>8</sup>	2015.07.22	2016.07.22	5.00	3.55
16 沪纺织 CP001	2016.5.5	2017.5.5	7.00	3.10

资料来源: 中国债券信息网

## 七、跟踪评级结论

跟踪期内, 受收购兼并企业、内销业务扩张影响, 该公司生产制造业务及贸易业务收入均出现增长, 同时时尚产业园区平稳发展, 公司主业收入及盈利均有所增长。公司加快全球产业链布局, 国际化战略取得一定进展。公司在建项目规模增长较快, 存在一定的资本性支出压力。但公司盈利对投资净收益依赖度仍较高, 主业盈利能力仍有待提高。

跟踪期内, 随着该公司业务规模扩大及收购、并购增加, 刚性债务规模大幅增长, 负债经营程度有所上升。同时, 公司持有较大规模的可供长期经营的物业及土地资源, 可为公司的债务偿付提供良好的保障。

本评级机构仍将持续关注: (1) 国际贸易形势变化给公司带来的外贸风险; (2) 公司在国际化战略中由于缺乏相关经营经验以及多变的国际政治环境所带来的经营及政治风险; (3) 公司主业的盈利能力; (4) 公司刚性债务扩张情况; (5) 公司获得政府支持情况; (6) 公司在建工程进展及资金回笼情况; (7) 公司收购、并购企业的经营状况及后续收购规划。

<sup>8</sup> 截至本跟踪评级报告出具日, 15 上海纺织 CP001 已正常兑付。



附录一：

## 信用等级符号及定义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	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
投机级	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

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

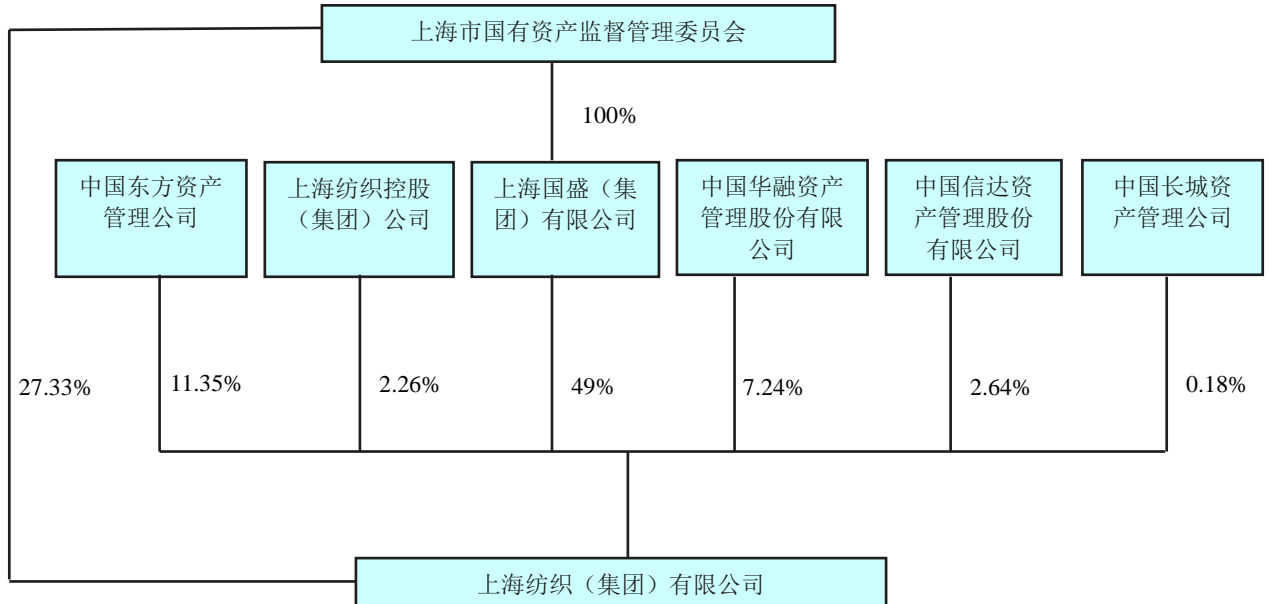
本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	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
投机级	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

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

附录二：

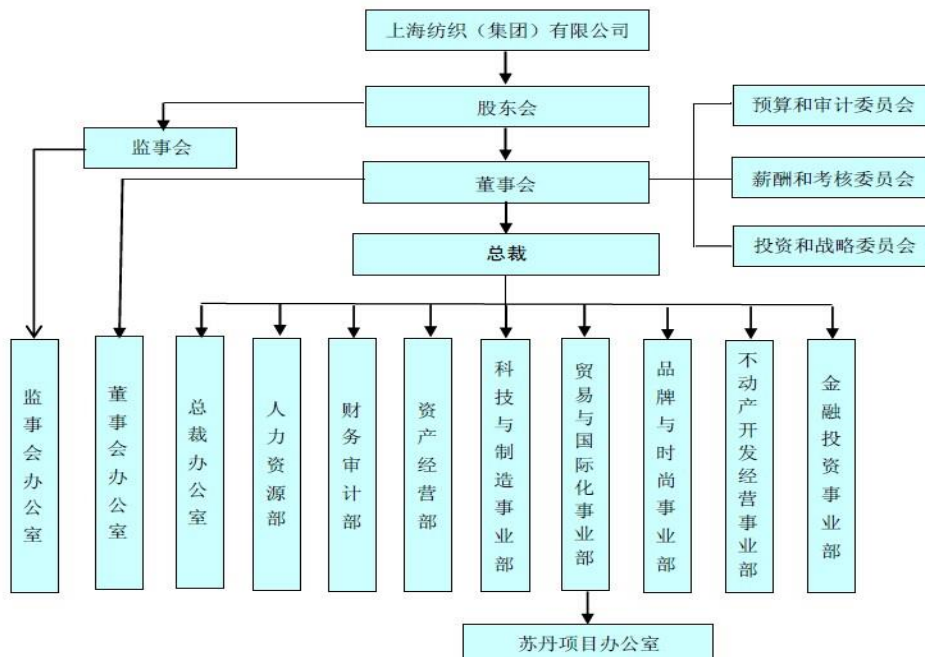
## 公司股权结构图



注：根据上纺集团提供的资料绘制（截至2016年3月末）

附录三：

## 组织架构图



注：根据上纺集团提供的资料绘制（截至2016年3月末）

附录四：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年	2016年 第一季度
资产总额 [ 亿元]	253.47	248.17	322.00	320.67
货币资金 [ 亿元]	43.42	38.22	59.70	33.01
刚性债务[亿元]	34.24	36.66	71.73	78.20
所有者权益[亿元]	104.03	110.28	126.26	128.21
营业收入[亿元]	432.60	431.43	460.71	121.92
净利润[亿元]	6.08	6.10	7.85	2.21
EBITDA[亿元]	13.67	13.20	16.27	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.12	-6.47	2.71	-0.71
投资性现金净流入量[亿元]	-5.20	-2.60	-6.21	-29.30
资产负债率[%]	58.96	55.56	60.79	60.02
长期资本固定化比率[%]	83.65	79.66	69.66	69.63
权益资本与刚性债务比率[%]	303.81	300.81	176.03	163.95
流动比率[%]	114.00	120.39	132.43	134.64
速动比率 [%]	66.28	72.40	81.16	79.91
现金比率[%]	38.18	34.61	40.02	25.07
利息保障倍数[倍]	9.79	7.56	6.73	—
有形净值债务率[%]	179.15	154.39	203.70	195.13
营运资金与非流动负债比率[%]	148.59	180.72	125.88	121.64
担保比率[%]	—	—	0.49	0.50
应收账款周转速度[次]	22.93	20.25	17.58	—
存货周转速度[次]	12.44	11.70	9.75	—
固定资产周转速度[次]	11.45	11.34	11.50	—
总资产周转速度[次]	1.76	1.72	1.62	—
毛利率[%]	7.93	7.67	8.34	8.40
营业利润率[%]	1.04	1.31	1.95	1.76
总资产报酬率[%]	3.68	3.52	4.03	—
净资产收益率[%]	6.07	5.70	6.64	—
净资产收益率*[%]	5.61	5.47	6.41	—
营业收入现金率[%]	99.45	104.72	110.21	99.37
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.09	-4.97	1.94	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.08	-4.50	1.62	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.86	-6.96	-2.50	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.51	-6.31	-2.10	—
EBITDA/利息支出[倍]	14.81	11.33	9.52	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.46	0.37	0.30	—

注：表中数据依据上纺集团经审计的 2013-2015 年度及未经审计的 2016 年第一季度财务报表整理、计算。

附录五:

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[[(期初存货余额+期末存货余额)/2]]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初资产总计+期末资产总计)/2]]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[[(期初负债总额+期末负债总额)/2]]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销