

浙江航民股份有限公司

2011 年公司债券(第二期)

2015 年跟踪评级报告



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>

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【88】号 02

债券简称: 11 航民 02

增信方式: 第三方担保

担保主体: 浙江航民实
业集团有限公司

债券剩余规模: 2.5 亿元

债券到期日期: 2016 年
9 月 15 日

债券偿还方式: 每年付
息, 到期一次还本

分析师

姓名:
杨涛 刘书芸

电话:
021-5103 5670

邮箱:
yangt@pyrating.cn

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

浙江航民股份有限公司 2011 年公司债券（第二期）2015 年跟踪评级报告

	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	2015 年 05 月 15 日	2014 年 05 月 19 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对浙江航民股份有限公司（以下简称“航民股份”或“公司”）及其 2013 年 9 月 16 日发行的“11 航民债 02”（以下简称“本期债券”）的 2015 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经营状况稳定，盈利能力较强、资产稳定增长，货币资金充裕，现金流增长较快。同时我们也关注到了航民股份所处行业需求不足、生产经营成本持续增加、业务比较单一、短期偿债压力增加等风险因素。

正面:

- 公司经营状况稳定，总体盈利水平保持良好。2014 年度公司主营业务收入增加 8.66%，整体毛利率稳定，利润总额为 6.44 亿元，比 2013 年增加 9.86%。由于公司总资产规模增长较快，2014 年总资产回报率为 18.46%，比 2013 年减少了 0.85 个百分点。
- 公司货币资金充裕，现金流入增长快，偿债能力较好。2014 年末公司总资产规模 384,290.02 万元，同比 2013 年增加 11.28%，2014 年末货币资金余额 92,088.40 万元，无受限的货币资金 91,570.40 万元。2014 年公司现金流净流入 30,884.76 万元，比 2013 年增长 102.84%。经营活动现金净流入 70,666.51 万元，比 2013 年增长 47.93%。
- 浙江航民实业集团有限公司为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。航民实业 2014 年经营状况稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任

保证担保继续为本期债券的偿还提供一定的保障。

关注：

- **纺织印染行业持续下行。**近年国内纺织印染行业需求不足，行业增长乏力，落后产能淘汰政策一直较严，纺织印染业整体经营压力较大。
- **公司经营成本有继续增加趋势。**作为劳动密集型企业，2014 年公司人力成本比上年提高了 4.79%。同时，由于行业环保标准提高，公司的环保设备投入和生产经营成本，都有继续增加的趋势。
- **公司业务比较单一，其他业务依赖于纺织印染业，不利于经营风险的分散。**公司 2014 年收入 84.32% 来自于纺织印染业务，其他业务板块多为纺织印染业配套，以内部交易为主，公司经营风险较为集中。
- **短期偿债压力上升。**公司一期 3 亿元债券已于 2015 年 3 月偿付本息，本金为 2.5 亿元的二期债券将于 2016 年到期还本付息，短期偿债压力有所增加。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	384,290.02	345,332.51	281,561.09
归属于母公司所有者权益（万元）	240,973.71	210,213.69	178,593.88
有息债务（万元）	60,791.71	65,821.65	41,742.09
资产负债率	29.41%	31.85%	28.05%
流动比率	2.59	3.30	3.05
速动比率	2.39	3.02	2.66
营业收入（万元）	318,422.33	293,079.25	254,791.48
营业利润（万元）	63,753.74	58,147.95	38,395.09
利润总额（万元）	64,440.37	58,656.48	39,440.86
综合毛利率	27.28%	27.85%	23.23%
总资产回报率	18.86%	19.73%	16.28%
EBITDA（万元）	84,620.61	77,015.97	56,796.06
EBITDA 利息保障倍数	19.33	24.25	21.61
经营活动净现金流净额（万元）	70,666.51	47,771.23	41,073.06

数据来源：公司 2012-2014 年审计报告，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“证监许可[2011]1613”号文核准，公司于2013年9月16日公开发行第二期2.5亿元公司债券，票面利率为6.60%。募集资金总额为人民币2.5亿元，募集资金净额24,762.50万元。

本期债券起息日为2013年9月16日，采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。付息日为2014年至2016年每年的9月16日。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自本金兑付日起不另计利息。跟踪期内，公司于2014年9月16日起偿付2013年9月16日至2014年9月15日期间利息共计1,650万元。

表1 截至2014年12月31日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本期兑付日期	期初本金余额	本金回售金额	利息支付	期末本金余额
2014年9月16日	25,000.00	-	1,650.00	25,000.00

资料来源：公司2014年付息公告

截至2015年4月20日，本期债券募集资金已使用完毕，全部用于补充流动资金。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本与实收资本、控股股东及实际控制人未发生变化。

2014年8月15日公司与杭州腾飞工贸实业有限公司等10家公司签订《关于杭州萧山东片污水处理有限公司之股权转让协议》，公司以10元的股权转让价款受让上述10家公司持有的杭州萧山东片污水处理有限公司全部股权，2014年9月15日，东片污水公司已办妥相关工商变更登记手续。东片污水公司原注册资本为405.50万元，净资产为0元。2014年10月，公司以货币资金对东片污水公司增资3,594.50万元。

表2 2014年底公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内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（新设、投资或收购等）
东片污水公司	100%	RMB 4000	工业水处理	收购

资料来源：公司2014年审计报告

截至2014年12月31日，公司资产总额为384,290.02万元，归属于母公司的所有者权益为240,973.71万元，资产负债率为29.41%；2014年度，公司实现营业收入318,422.33万元，利润总额64,440.37万元，经营活动现金流净额70,666.51万元。

三、运营环境

行业需求增长不足，加之淘汰落后产能政策和环保要求不断提高，2014年印染行业的投资和收入均有增长，但增速放缓，产量略有下降。在严峻的生存环境中，龙头企业将发挥更多优势

据国家统计局显示，我国2014年GDP同比增长约7.4%，增速创下1990年以来的新低。很多行业出现产能过剩，调整经济结构，实现经济的“新常态”发展成为政府工作的重要目标。作为印染业下游的纺织行业产能过剩持续，根据wind数据库信息，2014年纺织业固定资产投资额5,306.40亿元，同比上年增长12.93%，增速下跌1.83个百分点；2014年全国纺织业实现营业收入38,091亿元，同比上年增长5.34%，增速下跌7.05个百分点。受此影响，印染业的行业需求增长乏力。

由于印染业属于重污染行业之一，环保政策趋严。自2010年以来中央和地方政府出台了一系列相关政策淘汰落后产能，解决高耗能高污染问题，实现产业转型升级。根据《国务院关于进一步加大淘汰落后产能工作的通知》（国发[2010]7号）和《工业和信息化部关于下达2014年工业行业淘汰落后和过剩产能目标任务的通知》（工信部产业〔2014〕14号），工信部于2014年7月18日公布了2014年工业行业淘汰落后和过剩产能企业名单（第一批），印染行业淘汰落后产能164,592万米。而根据浙江省2013年发布的“浙江省淘汰落后产能规划（2013-2017年）”，到2017年，浙江省印染行业计划淘汰落后产能30亿米。另外，由于环保要求的严格，印染企业的环保治理投入也在增加，提升了生产成本。中小企业的生存困难不断加剧，而资金充裕、技术先进、环保领先的龙头企业的竞争优势将充分体现。

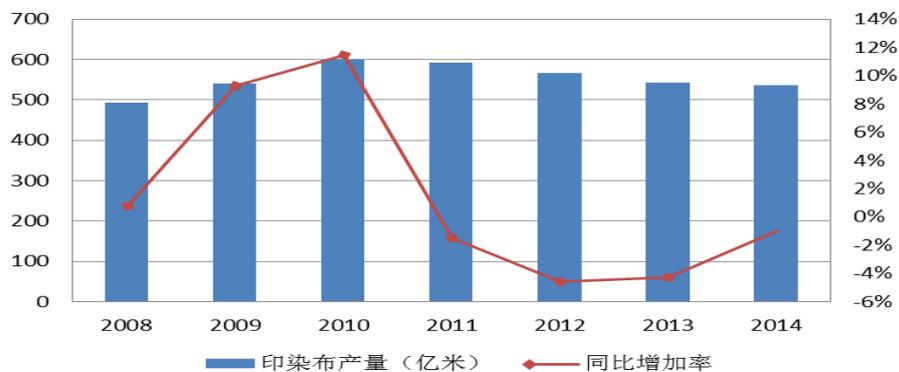
表3 2010-2014年印染行业落后产能淘汰情况

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
淘汰落后产能（亿米）	41.9	20	28.9	23.6	16.5
涉及企业数	201	144	176	132	107

数据来源：工信部网站

相应的，印染企业近年的在技术研发、节能减排、污水处理、质量检测方面增加资产投入，而不是着重用于扩大产能，加上产能落后的企业逐渐被淘汰，近年中国印染业出现投资规模显著提升，但印染布的产量却逐年下降的现象。据中国国家统计局统计，2014年1-12月份，中国规模以上印染企业累计完成固定资产投资额367.93亿元，同比上年增长22.37%；新开工项目数582个，同比上年增加15.94%。印染布产量自2011年开始下降，2014年1-12月中国印染布产量536.74亿米，同比上年下降0.97%，同比2011的593亿米年下降9.49%。

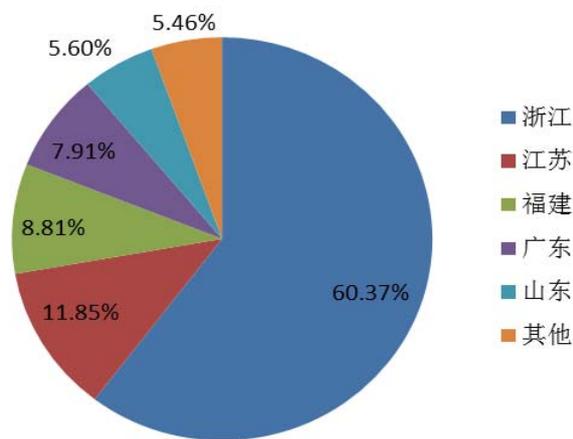
图1 2008-2014年中国印染布产量和同比增速情况



数据来源：中国印染行业协会

根据中国印染业行业协会发布的《2014年中国印染行业经济运行分析》，中国印染布的生产主要集中在浙江、江苏、福建、广东和山东五省，其总产量占比达到94.54%。其中，浙江省是生产大省，2014年印染布产量占全国总产量的60.36%，占比比2013年提高了0.42个百分点。浙江省内绍兴和杭州萧山是两大生产基地，占据浙江产量的90%，全国的50%。但单个企业的行业集中度低，企业市占率普遍不超过3%。

图2 2014年中国印染布产量的地域分布



数据来源：中国印染行业协会

盈利能力方面，2014年全国印染企业营业收入和总利润同比上年均有增加，但增速有所放缓。2014年1-12月规模以上印染业实现主营业务收入3747.1亿元，同比增长3.2%，增速下跌4.81个百分点；实现利润总额188.91亿元，同比增长1.78%，增速下跌16.37个百分点。近年印染行业亏损面不断收窄，2014年规模以上印染企业亏损企业户数207家，亏损面11.24%；亏损企业亏损总额7.85亿元，同比增长0.46%。

2014年中国印染布产品主要出口至越南、贝宁、阿联酋、孟加拉国、印度尼西亚等国

家，2014年1-12月份，印染八大类产品出口数量202.95亿米，同比增长8.20%，增速较去年同期回落4.20个百分点；出口金额245.16亿美元，同比增长10.58%，增速较去年同期回落3.67个百分点。另外，近年印染产品的出口平均单价增速逐年提升，2014年出口平均单价为1.21美元/米，同比增长2.20%；近年出口金额增速高于出口数量，出口附加值在逐渐提高。

四、经营与竞争

公司主要从事印染纺织及与之配套的热电、煤炭贸易和运输等业务。2014年度主营业务范围并无变化。2014年公司主营业务收入有所增长，全年实现主营业务收入317,725.51万元，同比2013年增长8.66%，增速同比上年有所下降。其中，纺织业与印染业（包括印染及印染纺织、织造布和非织造布）收入267,896.57万元，同比增长5.51%；电力生产业收入52,121.63万元，同比下降5.91%；批发业收入51,423.85万元，同比增长25.21%；交通运输业收入5,205.93万元，同比降低12.17%；水利管理业收入733.57万元，同比降低11.90%。公司主营业务收入结构未发生明显变化，纺织业与印染业收入占主营业务收入的70.99%，电力生产业和批发业分别占比13.81%和13.63%。

毛利率方面，2014年公司主营业务的毛利率为27.18%，基本与上年持平，较为稳定。电力生产业、纺织业与印染业以及水利管理业的毛利率有所增长，而交通运输业则出现亏损，毛利率降为负值。

表4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
纺织业与印染业	267,896.57	26.06%	253,895.10	25.77%
电力生产业	52,121.63	29.68%	55,394.55	25.02%
批发业	51,423.85	2.74%	41,068.63	2.90%
交通运输业	5,205.93	-9.08%	5,927.33	8.83%
水利管理业	733.57	13.40%	832.69	11.44%
内部交易抵消 ¹	59,656.04	-0.02%	64,727.80	-0.03%
合计	317,725.51	27.18%	292,390.50	27.75%

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

1. 纺织印染业

¹公司未能提供2013年内部抵消数据。

2014年通过厂房改造，公司纺织印染业务产量产能均有所增加。公司采购和销售渠道比较稳定，生产规模和技术有一定优势。

纺织印染业的主要业务模式为加工和自营，购买胚布进行印染再进行出售。2014年行业整体需求不足，受持续产能淘汰和环保标准提高的影响，纺织印染企业的经营压力增加，规模以上企业竞争优势显现，行业集中度将进一步提高。面对复杂的经营环境，公司一方面加强技改，对现有生产车间进行改造，以扩大产量；另一方面，增加环保投入，严格控制污水、热电废气等处理和排放。2014年公司分别对印染分公司、钱江印染和达美染整共3个车间进行了技改扩建，使布局更加合理，增加了产量，提高了生产效益。2014年公司产能为103,500万米，同比增加2.48%；产量98,274万米，同比增加2.70%。2014年产能利用率为94.95%。

表5 近年公司印染及印染纺织业务产销情况（单位：万米）

项目	2014年	2013年
产能	103,500	101,000
产量	98,274	95,687
产能利用率	94.95%	94.74%

数据来源：公司提供

公司的采购渠道比较稳定，2014年前五大供应商的采购总额占比为22.64%，相比2013年增加了1.3个百分点，采购渠道较为稳定。从生产成本来看，2014年公司印染纺织业的主要生产成本由直接材料、直接人工和制造费用构成，三项占比分别为32.38%、12.58%和23.09%。其中，直接材料包括染料、染化料和煤炭等，2014年相关原材料价格处于高位，且有波动，相应的公司在原材料价格偏低的时候多采购以控制成本。作为劳动力密集型产业，人工成本也占据了较大比例，由于工人社保费用支出上升等因素，公司2014年人工成本也有一定的增加，2014年公司在职人员总数比2013年减少了2.06%，但直接人工支出比2013年增加了4.79%。

表6 公司生产成本构成情况表（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	94,253.24	32.38%	90,171.06	32.67%
直接人工	36,604.37	12.58%	34,931.64	12.65%
制造费用	67,218.54	23.09%	63,358.50	22.95%
合计	198,076.15	68.05%	188,461.20	68.27%

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

公司纺织印染业务已经经营30多年，客户粘性较高。公司的下游客户比较稳定，但客户比较分散。2014年纺织印染业前五大客户销售额为19,678.06万元，占比7.35%。跟踪期内，纺

织印染业主要客户为杭州福恩纺织有限公司、绍兴县大富纺织品有限公司等，其销售额分别为 6,269.78 万元、5,338.56 万元，占该业务主营业务收入的比例分别为 2.34% 和 1.99%。

整体来看，公司产能规模大，在行业内处于优势地位，公司在研发和产品质量上也有一定优势。在印染业淘汰落后产能的环境中，公司在规模和技术上的优势凸显。在上述因素综合影响下，公司纺织印染业产量和销售额保持增长，毛利率有所提高，相对稳定。

截至2014年底，公司在建工程主要有待安装设备、钱江印染公司污水整治提标工程、东片污水公司污水处理工程等，已投资总额5,802.47万元，资金均为自筹。可以预期，随着这些在建工程的投入，有利于提高公司的生产效率和环保水平。

表7 截至2014年底公司主要在建项目情况²（万元）

项目名称	已投资	资金来源
待安装设备	2,526.44	自筹
钱江印染公司污水整治提标工程	1,754.20	自筹
东片污水公司污水处理工程	720.61	自筹
钱江印染公司示范节能项目及染料车间转产印染项目	315.34	自筹
美时达印染公司厂房及污水处理等工程	80.00	自筹
其他工程	405.88	自筹
合计	5,802.47	自筹

资料来源：公司审计报告

公司在印染布方面技术较为先进，截至 2014 年底共拥有相关专利 12 项。

表8 截至2014年底公司已拥有的专利情况

名称	专利号	专利类型
T/C、CVC 布氧漂、碱减量、漂白一溶处理法	ZL 2011 1 0412588.8	发明专利
丝光去油一步法设备	ZL 2012 2 0641951.3	实用新型
定型机回流管封头装置	ZL 2012 2 0641954.7	实用新型
一种剪叉式液压升降机	ZL 2012 2 0641905.3	实用新型
一种可回收废汽的大气式除氧系统	ZL 2012 2 0146004.7	实用新型
锅炉烟气余热回收利用装置	ZL 2012 2 0145989.1	实用新型
用于印染的蒸样机	ZL 2011 1 0051793.6	发明专利
用于印染的汽封箱	ZL 2011 1 0051794.6	发明专利
轧光机加热辊	ZL 2012 2 0271933.0	实用新型
面料定型机余热回用装置	ZL 2012 2 0269610.8	实用新型
适用多种纤维为原料的混纺织物的染色法	ZL 2012 1 0031326.1	发明专利
印染车间节能计量调控系统	ZL 2012 2 0573963.7	实用新型

资料来源：公司提供

² 公司未能提供在建工程投资总额和进度

2. 电力生产、批发、交通运输和水利管理等配套业务

公司电力、批发、交通运输和水利管理等业务多为主业配套，内部销售占比较多，一定程度上降低了整体生产成本。

公司电力生产、批发、交通运输和水利管理业务是印染与纺织业务的配套产业，是公司主营业务的重要补充，形成了一定的产业配套优势，降低了公司整体的生产成本。按抵消前数据计算，电力生产、批发、交通运输和水利管理业务占公司主营业务收入的29.01%。

电力生产业务包括发电和蒸汽生产，公司既有自用，也有向外出售。2014年公司所发电量大部分通过上网销售，蒸汽用于子公司部分约占总供气量的50%，其余部分主要用于瓜沥临港工业园和江东工业园。2014年度，电力生产收入金额降低了5.91%，而毛利率则上升了4.66个百分点。主要原因是煤炭价格降低，电力生产成本下降。而省内很多小型印染企业倒闭，导致公司蒸汽销售量下滑，所以整体电力生产业务收入下降。目前公司在大江东工业园区的高温高压项目正在审批过程中，如果落地，将会大幅提升热电业务的需求，带动本部分收入的增长。

批发业务主要是发电所需煤炭的规模采购，主要是为内部企业配发，适当控制盈利水平。2014年内部销售抵消51.16%。2014年收入增加25.21%，毛利率略有降低，基本持平。

交通运输业和水利管理业对收入的贡献较小。交通运输业务主要是国内海运，部分为内部企业配套所用，2014年交通运输业17.96%销售额为内部销售。公司共有3艘散货船，2014年收入和毛利率均下跌较多，收入减少的主要原因是运费较低和相关订单减少。而交通运输成本多为固定成本，且2014年对两艘货船进行了一次大整修，成本上升；2014年交通运输业毛利率表现为负值。水利管理业务主要是污水处理企业为其他内部公司提供自来水，2014年收入下降11.90%，毛利率有所提升。

目前公司在推进对上游原材料生产贸易企业杭州宇田化工有限公司和杭州宇田工贸有限公司的收购活动，2015年2月12日已与其签订《关于杭州宇田科技有限公司股权收购意向书》。目前，相关收购事宜尚在办理之中。一旦收购完成，公司纺织印染业的生产成本将可能降低，产业链将更加完善，竞争优势将得到提升。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所出具的标准无保留意见的 2013-2014 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至 2014 年 12 月 31 日，纳入公司合并报表范围的子公司共计 11 家（详见附录五）。

资产结构与质量

2014 年度公司资产稳定增长，流动性增强，资金面充裕

截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产规模 384,290.02 万元，同比 2013 年增长了 11.28%。其中流动资产占比 54.14%，是最近三年首次占比过半。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、其他流动资产、应收账款和存货组成。流动资产中，货币资金占比最大。截至 2014 年底，公司货币资金规模 92,088.40 万元，占总资产 23.96%。货币资金增长主要来自生产经营积累增加，货币资金期末余额中有 518 万元系保证金，流动性受限。2014 年底公司应收票据规模 35,588.00 万元，全部为银行承兑票据。2014 年末其他流动资产规模达到 34,000.27 万元，主要有 3 亿元的委托贷款将于 1 年内到期。3 亿元委托贷款均由农行萧山支行贷出，其中，1.80 亿元的债务人为临江投资公司，利率为 9.0%；1.20 亿元的债务人为湘湖旅投公司，利率为 9.8%。应收账款对象主要是国网浙江省电力公司杭州供电公司、绍兴市经邦纺织有限公司、绍兴县恒元纺织有限公司、杭州诚欣丰行工贸有限公司、杭州福恩纺织有限公司等客户的欠款。从账龄结构上看，1 年以内账龄的应收账款占比 97.42%。公司存货主要是煤炭、染化料、染料等生产性原材料，以及非织造布、织造布构成的库存商品。2014 年末原材料占库存比例达到 77.65%，2014 年公司存货同比上年增长了 5.25%，主要是预期未来几个月原材料价格上升，所以在价格波动至较低水平时增加采购以扩大存储控制成本。

非流动资产主要由固定资产和其他非流动资产组成，公司以纺织印染业为主业，固定资产规模较大，2014 年末达到 143,725.50 万元，占总资产比例 37.40%。固定资产主要由专用设备、房屋及建筑物和通用设备组成，其占比分别为 56.79%、28.24% 和 14.70%。另还有部分运输工具，主要是三艘散货船。截止至 2014 年底，固定资产中没有用于抵押的部分。

其他非流动资产主要是委托贷款和垫付购买污水处理资产相关资金。截至 2014 年底，公司 1 年以上到期的委托贷款规模 1 亿元，即公司 2014 年委托中国农业银行股份有限公司杭州萧山支行向杭州萧山瓜沥镇城建投资开发有限公司发放贷款 10,000 万元，利率 9.00%，并由杭州萧山城区建设有限公司提供连带责任担保；另有两笔 1 年内到期的委托贷款，即委托中国农业银行股份有限公司杭州萧山支行向浙江湘湖旅游度假区投资发展有限公司发放贷款

12,000 万元，利率 9.80%，由湘湖旅投公司提供连带责任担保；委托农行萧山支行向杭州临江投资发展有限公司发放贷款 18,000 万元，利率 9.00%，由杭州萧山新湾街道城建投资开发有限公司提供连带责任担保。

垫付购买污水处理资产相关资金是根据 2014 年 10 月公司与瓜沥镇政府签订《资产租赁协议书》，协定由公司垫付瓜沥镇人民政府向杭州萧山污水处理有限公司购买污水处理资产（包括土地、建筑物、设备等）共 4,556.81 元；以及根据 2014 年 10 月公司与瓜沥镇政府签订《资产租赁协议书之补充协议》，由公司垫付上述污水处理资产周边拆迁所需资金 2,500 万元。后公司收回垫付差额 6,354.00 元，共计支付 7,056.18 万元。未来公司可能成为该标的资产的唯一受让者，支付的垫付款将直接成为转让价款。

整体看来，由于经营收入的增加，2014 年度公司资产规模增长稳定，且流动性有所增强。截至 2014 年末货币资金余额 92,088.40 万元，无受限的货币资金 91,570.40 万元，资金面充裕。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	92,088.40	23.96%	61,704.00	17.87%
应收票据	35,588.00	9.26%	40,466.15	11.72%
其他流动资产	34,000.27	8.85%	8,099.29	2.35%
应收账款	18,836.49	4.90%	18,237.21	5.28%
存货	16,293.86	4.24%	12,739.44	3.69%
流动资产合计	208,059.56	54.14%	150,905.13	43.70%
固定资产	143,725.50	37.40%	140,539.57	40.70%
其他非流动资产	18,920.68	4.92%	42,229.23	12.23%
非流动资产合计	176,230.46	45.86%	194,427.38	56.30%
资产总计	384,290.02	100.00%	345,332.51	100.00%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

资产运营效率

公司资产运营效率稳定且显著优于行业平均值，但受资产规模上升影响，整体资产运营效率有所下降

2014 年度，随着公司业务规模的扩大，应收账款规模随之增加。且由于煤炭、染化料等生产原料的涨价预期，公司增加了存货储备，相应的应付账款规模也增加了。由于原材料价格上升、作为劳动密集型企业的人工成本和较高的环保要求提高造成的设备投入和运营成本，2014 年度公司的营业成本增加较多，同比 2013 年增长了 9.51%。2014 年公司应收账款周转天数相对稳定，稍有增加；存货周转天数和应付账款周转天数下降，受上述因素的影响净营

业周期变长。

公司货币资金增长 3.04 亿元，以及 3 亿元的委托贷款一年内到期划入其他流动资产，受此影响，公司流动资产周转天数增加至 202.92 天。固定资产增长不大，固定资产周转天数下降至 160.69 天。总体看来，总资产周转天数增加，运营效率有所下降，但各项运营效率指标均显著优于行业平均值。

表10 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	最近一年行业平均值 ³	2014 年	2013 年
应收账款周转天数	24.58	20.96	20.78
存货周转天数	85.20	22.57	23.42
应付账款周转天数	24.86	18.36	19.36
净营业周期	84.92	25.17	24.84
流动资产周转天数	335.68	202.92	163.45
固定资产周转天数	260.42	160.69	170.38
总资产周转天数	728.84	412.45	385.02

资料来源：wind 数据，公司 2014 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2014 年度公司收入规模小幅增长，整体利润水平稳定

2014 年度内纺织品市场不景气，行业产能过剩，但由于公司客户多为稳定的老客户，且公司新产品研发速度较快，2014 年全年实现营业收入 318,422.33 万元，同比 2013 年增长 9.65%，增长速度相比 2013 年有所下滑。营业收入中以纺织印染业为主，2014 年占比 70.99%。2014 年营业收入 99.05% 来自境内收入，另有 0.30 亿元的境外收入来自印染企业的外贸订单。同时，热电、海运、供水等产业收入作为印染业务配套，是营业收入的重要补充，且在一定程度上降低了生产成本。2014 年公司综合毛利率为 27.28%，与上年相比基本持平。

2014 年期间费用率总体较为稳定，销售费用和管理费用分别同比增长 5.36% 和 4.92%。销售费用主要是工资、奖金及业务费，管理费用主要是技术开发费和职工薪酬。2014 年财务费用共支出 2,907.38 万元，同比上年增加 54.23%，主要用于支付本期债券的利息。

随着公司营业收入的增长，公司 2014 年共实现营业利润 63,753.74 万元，利润总额 64,440.37 万元，同比上年增加 9.86%。由于 2014 年公司资产规模和所有者权益增长较快，总资产回报率和净资产收益率分别为 18.46% 和 20.46%，同比上年都有所下降。

³ 注：此处行业平均值采用 wind 数据库中可比公司数据加总平均计算，选取可比公司包括：锦昉科技、华茂股份、桐昆股份、江苏阳光、华孚色纺、新野纺织和常山股份。

表11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014年	2013年
营业收入	318,422.33	293,079.25
营业利润	63,753.74	58,147.95
利润总额	64,440.37	58,656.48
净利润	51,839.97	47,415.47
综合毛利率	27.28%	27.85%
期间费用率	7.77%	7.73%
营业利润率	20.02%	19.84%
总资产回报率	18.46%	19.31%
净资产收益率	20.46%	21.65%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

现金流

2014 年公司经营活动现金生成能力良好，净现金流入增加较快

2014 年公司实现净利润 51,839.97 万元，同比增长 9.33%，公司经营所得现金（FFO）随之增长。2014 年公司营运资本为 3,427.95 万元，同比去年增加 19,661.42 万元，主要原因是经营性应收项目的减少，以及经营性应付项目的增加。综合影响下，2014 年公司经营活动产生的现金流量净额为 70,666.51 万元，同比 2013 年增加 22,895.28 万元，增长 47.93%。2014 年投资活动现金流继续保持净流出，但流出规模缩小到 18,214.15 万元，增长 58.53%。投资活动现金净流出规模缩小的主要原因是本期收到其他与投资活动有关的现金同比增加 46,737.91 万元，其中主要是收回了 4 亿元的委托贷款本金。2014 年公司筹资活动现金净流出 21,570.69 万元，同比上年减少 289.16%，主要原因是 2013 年发行债券收到现金 24,762.5 万元及本期分配股利、利润或偿付利息支付的现金增加 6468.54 万元等。

整体看来，跟踪期内现金流充裕，经营活动现金流生成能力良好，是公司现金流增长的主要支撑。

表12 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2014年	2013年
净利润	51,839.97	47,415.47
FFO	67,863.71	64,580.73
营运资本变化	3,427.95	-16,233.47
其中：存货减少（减：增加）	-3,554.42	2,030.90
经营性应收项目的减少（减：增加）	349.71	-23,356.02
经营性应付项目的增加（减：减少）	6,632.65	5,091.65
经营活动产生的现金流量净额	70,666.51	47,771.23

投资活动产生的现金流量净额	-18,214.15	-43,923.48
筹资活动产生的现金流量净额	-21,570.69	11,403.41
现金及现金等价物净增加额	30,884.76	15,225.95

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2014 年末公司负债水平较低，货币资金充裕，整体债务安全性好，但由于应付债券将陆续到期，短期偿债压力上升

2014 年公司总负债增长不多，2014 年底负债 113,013.97 万元，同比 2013 年增长 2.75%。随着公司利润增长，公司所有者权益增加。截至 2014 年底，所有者权益总额 271,276.05 万元，同比 2013 年增长 15.27%。截至 2014 年 12 月 31 日负债与所有者权益比率降低至 41.66%。

表13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014 年	2013 年
负债总额	113,013.97	109,984.18
所有者权益	271,276.05	235,348.33
负债与所有者权益比率	41.66%	46.73%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

从负债的结构来看，2014 年流动负债占比 71.04%，同比 2013 年上升 29.47 个百分点，主要原因是公司 2012 年发行的一期 3 亿元公司债券将于 2015 年 3 月兑付本息共 31,586.38 万元，增加了公司的短期偿债压力。除此以外，公司流动负债还由应付职工薪酬、应付账款、应交税费和短期借款组成。由于人力成本的上升，在公司在职人数略有下降的情况下，2014 年应付职工薪酬同比上升了 19.97%，截至 2014 年底共计 13,614.08 万元。应付账款主要是应付材料及劳务采购款，由于生产性原材料采购的增加，2014 年底应付账款规模同比 2013 年增长了 18.03%。2014 年末公司应交税费 11,038.19 万元，同比上年增长 33.66%，主要原因是公司利润的增长造成的增值税和企业所得税的增加。公司短期借款 3,900.00 万元，比上年减少。

公司非流动负债主要由应付债券和递延收益组成。由于一期债券的到期，应付债券比上年减少 31,379.58 万元。递延收益规模比较稳定，截至 2014 年底，公司递延收益 7,418.89 万元，同比上年略有减少。

表14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
一年到期的非流动负债	31,586.38	27.95%	900.00	0.82%

应付职工薪酬	13,614.08	12.05%	11,347.88	10.32%
应付账款	12,786.77	11.31%	10,833.45	9.85%
应交税费	11,038.19	9.77%	8,258.20	7.51%
短期借款	3,900.00	3.45%	6,800.00	6.18%
流动负债合计	80,289.74	71.04%	45,725.55	41.57%
应付债券	25,305.33	22.39%	56,684.91	51.54%
递延收益	7,418.89	6.56%	7,573.71	6.89%
非流动负债合计	32,724.23	28.96%	64,258.62	58.43%
负债合计	113,013.97	100%	109,984.18	100%
其中：有息债务	60,791.71	53.79%	65,821.65	59.85%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

截至2014年末，公司有息债务共计60,791.71万元，其中11航民01期债券本息共计31,586.38万元已于2015年3月到期偿付。另有本息共计25,305.33万元的应付债券，将于2016年到期偿还。

2014年由于公司资产规模增长较快，资产负债率有所下降，为29.41%，负债水平不高。由于负债结构的调整，公司流动负债规模增长迅速，2014年流动比率和速动比率都有所降低，分别为2.59和2.49，但仍处于稳定的水平，公司流动资产和速动资产对流动负债有着较强的保障。2014年公司EBITDA84,620.21万元，同比上年增长9.87%。由于债券的发行，公司需支付的利息规模大幅提高，EBITDA利息保障倍数降低到19.33，公司长期偿债能力下降。总负债和EBITDA的比例比较稳定，略有下降。由于跟踪期内公司经营性现金流增长较快，负债总额增长不多但流动负债比例大幅提高，经营活动现金流对流动负债的保障倍数有所降低，但经营净现金流对总负债的比例提高。

整体来说，由于两期债券将陆续到期，公司短期偿债压力有所加大，但公司目前货币资金充裕，经营业务和资产规模的稳定增长对其提供了较强的保障。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2014年	2013年
资产负债率	29.41%	31.85%
流动比率	2.59	3.30
速动比率	2.39	3.02
EBITDA（万元）	84,620.61	77,015.97
EBITDA 利息保障倍数	19.33	24.25
总负债/EBITDA	1.34	1.43
经营净现金流/流动负债	0.88	1.04
经营净现金流/总负债	0.63	0.43

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

六. 债券偿还担保分析

浙江航民实业集团有限公司为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证，担保为本期债券的偿还提供一定的保障

本期债券由浙江航民实业集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。截至 2014 年 12 月 31 日，航民实业纳入合并范围的子公司共计 31 家。

表16 航民实业主要财务数据

指标名称	2014 年	2013 年
总资产（万元）	678,407.39	611,059.42
归属于母公司所有者权益（万元）	109,296.25	98,150.54
有息债务（万元）	143,513.68	161,776.10
资产负债率	52.09%	53.49%
流动比率	1.52	1.40
速动比率	0.99	0.95
营业收入（万元）	1,016,937.51	1,118,334.43
营业利润（万元）	67,805.56	68,420.43
利润总额（万元）	68,011.92	68,715.27
综合毛利率	10.58%	9.83%
总资产回报率	12.73%	14.28%
EBITDA（万元）	100,735.77	99,298.59
EBITDA 利息保障倍数	7.16	7.95
经营活动净现金流净额（万元）	89,663.06	55,204.28

资料来源：航民实业审计报告，鹏元整理

航民实业业务涉及印染纺织、金银首饰、稀贵金属、贸易、房地产及餐饮服务等领域。2014 年，航民实业的收入来源主要为珠宝首饰、纺织业务及有关物品制造业务收入。公司金银首饰业务以取材加工和批发为主，主要利润来自于加工费收入，毛利较为稳定。公司通过租赁黄金实物方式采购原料黄金，且批发模式周转速度相对较快，黄金原料价格对该项业务盈利能力影响有限。截止至 2014 年 6 月份，公司金银首饰加工能力约为 55 吨，2013 年共实现金银首饰销售收入约 72 亿元。稀贵金属冶炼业务主要由杭州萧山稀贵金属冶炼有限公司负责，占地 4 万平方米，主要经营金属冶炼、阴极铜及铜制品的加工。截至 2013 年底公司电解铜生产线产能 1.5 万吨/年。2013 年公司稀贵金属业务共获得销售收入 5.05 亿元，其中白银销售额占比 81.04%。纺织印染业务即航民公司业务范围，2014 年共获得营业收入 26.79 亿元，毛利率 26.06%。

整体来看，航民实业收入来源多元化，利于减少行业波动对公司的影响。2014 年度，公司主营业务收入略有降低，主要是由于批发业务的减少，但整体主要业务较为稳定，毛利率比上年略有上升。

表17 2013-2014年航民实业主营业务收入情况（单位：万元）

行业名称	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
纺织业	271,397.94	25.57%	269,906.18	24.03%
电力生产业	52,121.63	29.68%	55,394.55	25.02%
批发业	55,502.06	3.08%	225,933.99	2.46%
交通运输业	5,205.93	-9.08%	5,927.33	8.83%
水利管理业	733.57	13.40%	832.69	11.44%
住宿和餐饮业	5,663.44	23.34%	6,692.85	22.27%
商务服务业	6.80	100.00%	1,136.87	11.77%
房地产业	2,529.80	56.06%	4,811.36	59.56%
有色金属冶炼及压延加工	46,846.60	2.33%	-	-
橡胶制品业	317.89	15.37%	-	-
珠宝首饰及有关物品制造业	1,017,176.31	1.71%	-	-
非金属物制品业	1,034.09	1.79%	-	-
未分	2,284.84	0.11%	-	-
制造业合计	1,067,659.73	1.74%	783,305.41 ⁴	2.58%
抵消	444,713.17	-	236,424.77	-
抵消后合计	1,016,107.73	10.53%	1,117,516.46	9.79%

资料来源：航民实业审计报告，鹏元整理

2014年08月26日，航民实业主体长期信用等级评定为AA，评级展望为稳定，评级有效期至2015年8月25日。我们认为，航民实业为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的偿还提供了一定的保障。

七. 评级结论

2014年，公司主营业务收入稳定增长，毛利率较为稳定。其中，核心业务纺织印染业的采购与销售渠道比较稳定，产能与产量均有增长。公司纺织印染业的生产技术比较先进。2014年营业收入稳定增长，毛利率略有增加。其他业务与核心业务配套，但主要是内部销售，一定程度上降低了生产成本。目前，公司积极加大对环保设备的投入、推进对上游原材料企业的收购，未来竞争优势将进一步得到提升。2014年公司总资产稳定增长，货币资金充裕，偿债能力较好。

但鹏元也注意到：纺织印染行业面临下行风险，行业需求增长不足；由于人力成本的提升和环保要求严格，公司将面临成本继续上升的风险。另外，公司其他业务板块目

⁴ 注：2013年与2014年公司审计报告统计口径不一致，2013年末详细列出的业务收入和毛利率均汇总至制造业的销售金额和毛利率。2014年制造业合计一栏为鹏元加总整理，以便于与2013年数据对比。

前依赖于纺织印染业，有一定的营业风险；公司分两期发行共 5.5 亿元的债券将分别于 2015 年和 2016 年到期(其中一期债券已于 2015 年 3 月偿付)，将面临一定的短期偿债压力。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级 AA 和本期债券信用等级 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
货币资金	92,088.40	61,704.00	46,779.68
应收票据	35,588.00	40,466.15	32,429.28
应收账款	18,836.49	18,237.21	15,598.49
预付款项	10,888.78	9,448.96	4,891.08
应收利息	112.93	112.36	37.50
其他应收款	250.83	97.70	350.22
存货	16,293.86	12,739.44	14,769.95
其他流动资产	34,000.27	8,099.29	374.48
流动资产合计	208,059.56	150,905.13	115,230.69
固定资产	143,725.50	140,539.57	136,882.77
在建工程	5,802.47	3,436.94	4,073.85
无形资产	7,281.15	7,738.00	7,174.60
长期待摊费用	134.62	149.67	176.24
递延所得税资产	366.04	333.98	351.14
其他非流动资产	18,920.68	42,229.23	17,671.79
非流动资产合计	176,230.46	194,427.38	166,330.41
资产总计	384,290.02	345,332.51	281,561.09
短期借款	3,900.00	6,800.00	6,900.00
应付票据	-	1,436.74	1,710.00
应付账款	12,786.77	10,833.45	11,912.80
预收款项	973.01	1,265.48	1,174.03
应付职工薪酬	13,614.08	11,347.88	9,721.88
应交税费	11,038.19	8,258.20	5,364.61
应付利息	7.69	14.31	14.79
应付股利	5,558.75	4,025.00	-
其他应付款	824.87	844.50	946.73
一年内到期的非流动负债	31,586.38	900.00	-
流动负债合计	80,289.74	45,725.55	37,744.85
长期借款	-	-	1,800.00
应付债券	25,305.33	56,684.91	31,332.09
其他非流动负债	-	-	8,088.14
非流动负债合计	32,724.23	64,258.62	41,220.23
负债合计	113,013.97	109,984.18	78,965.08
股本	63,531.00	63,531.00	42,354.00
资本公积	10,369.91	10,369.91	31,659.84

盈余公积	18,537.24	16,321.36	13,111.85
未分配利润	148,535.56	119,991.41	91,468.19
归属于母公司所有者权益合计	240,973.71	210,213.69	178,593.88
少数股东权益	30,302.34	25,134.64	24,002.13
所有者权益合计	271,276.05	235,348.33	202,596.01
负债和所有者权益总计	384,290.02	345,332.51	281,561.09

资料来源：公司审计报告

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
营业总收入	318,422.33	293,079.25	254,791.48
其中：营业收入	318,422.33	293,079.25	254,791.48
营业总成本	258,956.51	236,766.11	216,778.62
其中：营业成本	231,549.18	211,449.73	195,602.37
营业税金及附加	2,557.59	2,489.27	2,014.49
销售费用	4,912.59	4,662.76	3,669.13
管理费用	16,912.96	16,119.60	13,376.21
财务费用	2,907.38	1,885.09	1,943.18
资产减值损失	116.81	159.65	173.24
加：公允价值变动收益	-	-	29.49
投资收益	4,287.92	1,834.81	352.74
营业利润	63,753.74	58,147.95	38,395.09
加：营业外收入	1,555.72	1,651.16	1,986.39
其中：非流动资产处置利得	211.50	232.18	-
减：营业外支出	869.09	1,142.63	940.62
其中：非流动资产处置损失	260.93	691.42	540.28
利润总额	64,440.37	58,656.48	39,440.86
减：所得税费用	12,600.41	11,241.01	7,543.12
净利润	51,839.97	47,415.47	31,897.74
归属于母公司所有者的净利润	44,487.28	41,110.70	28,232.46
少数股东损益	7,352.69	6,304.77	3,665.28
综合收益总额	51,839.97	47,415.47	31,897.74
归属于母公司所有者的综合收益总额	44,487.28	41,110.70	28,232.46
归属于少数股东的综合收益总额	7,352.69	6,304.77	3,665.28

资料来源：公司审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
销售商品、提供劳务收到的现金	281,819.97	253,132.41	223,429.77
收到的税费返还	336.08	455.18	423.48
收到其他与经营活动有关的现金	1,941.62	1,796.31	1,157.70
经营活动现金流入小计	284,097.67	255,383.90	225,010.96
购买商品、接受劳务支付的现金	125,732.88	125,408.10	112,214.84
支付给职工以及为职工支付的现金	49,016.82	45,809.13	40,566.77
支付的各项税费	34,551.26	32,352.77	27,170.54
支付其他与经营活动有关的现金	4,130.21	4,042.67	3,985.74
经营活动现金流出小计	213,431.16	207,612.67	183,937.90
经营活动产生的现金流量净额	70,666.51	47,771.23	41,073.06
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	370.63	1,154.05	800.11
收到其他与投资活动有关的现金	49,060.26	2,322.34	2,041.63
投资活动现金流入小计	49,430.89	3,476.39	2,841.74
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	20,588.85	14,399.87	23,942.86
取得子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	47,056.18	33,000.00	15,200.00
投资活动现金流出小计	67,645.03	47,399.87	39,142.86
投资活动产生的现金流量净额	-18,214.15	-43,923.48	-36,301.12
取得借款收到的现金	13,050.00	12,300.00	13,500.00
发行债券收到的现金	-	24,762.50	29,625.00
筹资活动现金流入小计	13,050.00	37,062.50	43,125.00
偿还债务支付的现金	16,850.00	13,300.00	19,040.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	17,770.69	11,302.15	11,165.57
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	651.25	375.00	1,575.00
支付其他与筹资活动有关的现金	-	1,056.94	1,013.83
筹资活动现金流出小计	34,620.69	25,659.09	31,219.40
筹资活动产生的现金流量净额	-21,570.69	11,403.41	11,905.60
汇率变动对现金及现金等价物的影响	3.09	-25.21	-2.45
现金及现金等价物净增加额	30,884.76	15,225.95	16,675.09
加：期初现金及现金等价物余额	60,685.63	45,459.68	28,784.59
期末现金及现金等价物余额	91,570.40	60,685.63	45,459.68

资料来源：公司审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	51,839.97	47,415.47	31,897.74
加：资产减值准备	116.81	149.60	61.88
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	15,206.38	14,581.40	14,100.48
无形资产摊销	581.25	575.28	557.43
长期待摊费用摊销	15.06	26.57	69.49
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	49.43	322.12	328.99
固定资产报废损失	-	137.12	18.95
公允价值变动损失	-	-	-29.49
财务费用	4,374.80	3,190.82	2,616.76
投资损失	-4,287.92	-1,834.81	-352.74
递延所得税资产减少	-32.06	17.17	-44.70
存货的减少	-3,554.42	2,030.90	1,708.24
经营性应收项目的减少	349.71	-23,356.02	-13,788.14
经营性应付项目的增加	6,632.65	5,091.65	4,775.50
其他	-625.14	-576.03	-847.34
经营活动产生的现金流量净额	70,666.51	47,771.23	41,073.06
不涉及现金收支的重大投资和筹资活动	-	-	-
现金及现金等价物净变动情况	-	-	-
现金的期末余额	91,570.40	60,685.63	45,459.68
减：现金的期初余额	60,685.63	45,459.68	28,784.59
加：现金等价物的期末余额	-	-	-
减：现金等价物的期初余额	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	30,884.76	15,225.95	16,675.09

资料来源：公司审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
固定资产周转率（次）	2.24	2.11	-
应收账款周转率	17.18	17.32	-
存货周转率	15.95	15.37	-
应付账款周转率	19.61	18.59	-
净营业周期（天）	25.17	24.84	-
总资产周转率（次）	0.87	0.94	-
综合毛利率	27.28%	27.85%	23.23%
销售净利率	16.28%	16.18%	12.52%
净资产收益率	20.46%	21.65%	31.49%
总资产回报率	18.86%	19.73%	16.28%
管理费用率	5.31%	5.50%	5.25%
销售费用率	1.54%	1.59%	1.44%
EBIT（万元）	68,817.93	61,832.72	39,440.86
EBITDA（万元）	84,620.61	77,015.97	56,796.06
利息保障倍数	23.16	32.12	21.30
EBITDA 利息保障倍数	19.33	24.25	21.61
资产负债率	29.41%	31.85%	28.05%
流动比率	2.59	3.30	3.05
速动比率	2.39	3.02	2.66
长期有息债务（万元）	25,305.33	56,684.91	33,132.09
短期有息债务（万元）	35,486.38	9,136.74	8,610.00
有息债务（万元）	60,791.71	65,821.65	41,742.09

资料来源：公司审计报告

附录五 截至 2014 年 12 月 31 日纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
杭州澳美印染有限公司	USD 1000	70%	化纤、混纺织物的印染、整理
杭州航民热电有限公司	RMB 5500	80%	火力发电、蒸汽
杭州钱江印染化工有限公司	USD1300	70%	生产销售染料及化纤面料；化纤织物印染和整理加工
杭州航民达美染整有限公司	USD1900	75%	高档棉布、麻布及混纺织物的印染加工
杭州航民美时达印染有限公司	USD 750	75	高档棉布、麻布及混纺织物的印染加工
杭州萧山航民污水处理有限公司	RMB 1000	100%	工业水处理
浙江航民海运有限公司	RMB8000	100%	煤炭、矿砂等运输
杭州萧山航民非织造布有限公司	RMB3000	100%	非织造布、非织造合成革基布、无纺布等加工
杭州航民小城热电有限公司	RMB 10000	100%	发电类
杭州航民江东热电有限公司	RMB 12000	100%	发电类
杭州萧山东片污水处理有限公司	RMB 4000	100%	工业水处理

资料来源：公司审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	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
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×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%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
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	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	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）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	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
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	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、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。

二、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。