大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

跟踪评级公告

大公报 SD【2016】607 号

大公国际资信评估有限公司通过对山东魏桥创业集团有限公司及“11 魏桥 MTN1”的信用状况进行跟踪评级，确定山东魏桥创业集团有限公司的主体长期信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定，“11 魏桥 MTN1”的信用等级维持 AA+。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一六年七月十九日

山东魏桥创业集团有限公司主体与相关债项2016年度跟踪评级报告

大公报SD【2016】607号

主体信用

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

债券简称	额度（亿元）	年限（年）	跟踪评级结果	上次评级结果
11魏桥MTN1	15	5	AA+	AA+

主要财务数据和指标　（人民币亿元）

项　目	2016.3	2015	2014	2013
总资产	705.49	667.09	618.27	617.51
所有者权益	347.69	339.80	316.56	301.28
营业收入	147.45	586.21	562.29	588.26
利润总额	8.70	38.12	26.87	30.64
经营性净现金流	27.19	80.20	78.49	47.43
资产负债率（%）	50.72	49.06	48.80	51.21
债务资本比率（%）	45.80	43.65	43.65	46.43
毛利率（%）	11.21	12.57	10.04	9.49
总资产报酬率（%）	2.02	9.52	7.26	7.93
净资产收益率（%）	1.86	8.18	6.27	7.48
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	4.89	3.16	4.35	2.58
经营性净现金流/总负债（%）	7.94	25.50	25.40	16.67

注：2016年3月财务数据未经审计。

评级小组负责人：张淑英
评级小组成员：赵希晨
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

山东魏桥创业集团有限公司（以下简称“魏桥集团”或“公司”）主要从事纺织及其深加工产品的生产和销售。评级结果反映了公司仍是国内最大的纺织企业，采用电、汽能源完全自给的生产模式，电量销售的增加带动热电收入大幅增加，对债务和利息有较高的保障能力等有利因素；同时也反映了公司纺织及其深加工业务收入和毛利润均下降，印染业务受到环保政策约束，热电销售仍面临改为使用网电的政策风险，短期偿债压力有所加大以及未来资本支出压力较大等不利因素。

综合分析，大公对公司“11魏桥MTN1”信用等级维持AA+，主体信用等级维持AA+，评级展望维持稳定。

有利因素

- 公司仍是国内最大的纺织企业，棉纱产量和坯布产量均居全国棉纺织行业首位；
- 公司继续采用电、汽能源全部自给的生产模式，有利于减轻能源成本上涨压力；
- 伴随着热电技改项目建设，2015年公司电量销售的增加带动热电收入大幅增加；
- 2015年以来，公司经营性净现金流继续增加，其对债务和利息的保障能力较高。

不利因素

- 2015年，受纺织品市场低迷的影响，纺织及其深加工业务收入和毛利润均出现下降；
- 公司的印染业务属于高污染行业，业务发展仍将受到国家环保政策的约束；
- 公司的热电销售业务仍面临改为使用网电的政策风险；
- 2015年以来公司总有息债务规模继续增加，占总负债比重较高，其中短期有息债务占比有所增加，短期偿债压力有所加大；
- 随着在建工程建设，公司未来资本支出压力较大。

大公保留对企业及相关债项信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的山东魏桥创业集团有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

魏桥集团的前身是邹平县魏桥棉纺织厂，成立于 1951 年，由邹平县供销合作社联合社出资设立。1998 年 4 月邹平县魏桥棉纺织厂改制为山东魏桥纺织集团有限责任公司，注册资本为 20,000 万元，法人代表为张士平；2000 年 11 月，公司注册资本增至 50,000 万元；2001 年 12 月，公司注册资本增至 80,000 万元，邹平县供销合作社和以张士平为代表的 11 位自然人股东的持股比例分别为 89.99%和 10.01%；2003 年 10 月公司注册资本增至 160,000 万元，股东持股比例保持不变，同期公司更名为山东魏桥创业集团有限公司。随后邹平供销投资有限公司（以下简称“邹平投资”）受让邹平县供销合作社联合社持有的魏桥集团 39%的股份，张士平家族受让邹平县供销合作社联合社持有的剩余股份；2012 年 12 月邹平投资更名为山东魏桥投资控股有限公司（以下简称“魏桥投资”）。截至 2016 年 3 月末，公司注册资本 160,000 万元，魏桥投资对公司的持股比例为 39.00%，另外张士平是魏桥投资的第一大股东，对魏桥投资的持股比例为 20.69%[1]，同时直接持有公司 23.52%的股份。

公司是全球规模最大的棉纺织企业，拥有 660 万纱锭和近 5 万台织机，共计 138 个工厂，分布在山东省魏桥镇、邹平县、滨州市和威海市四个生产基地，初步形成了从纺纱、织造到印染、服装和家纺较为完整的产业链。2015 年，公司位列中国制造业 500 强第 12 位和中国纺织服装企业竞争力 500 强第 2 位[2]。公司拥有 17 家二级子公司，其中全资子公司为 9 家，控股子公司为 8 家。公司控股子公司魏桥纺织股份有限公司（以下简称“魏桥纺织”）于 2003 年 9 月在香港联交所上市(股票代码:2698.HK)，截至 2016 年 3 月末，公司持有魏桥纺织 63.45%的股份。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示:

[1] 截至 2016 年 3 月末，自然人张士平登记持有魏桥投资 25.86%的股权，其中 5.17%的股权为张士平代其他合计 29 名自然人股东持有，张士平个人实际持有魏桥投资 20.69%的股权；自然人杨光厂登记持有魏桥投资 5.17%的股权，其中 1.72%的股权为杨光厂代其他合计 10 名自然人股东持有，杨光厂个人实际持有魏桥投资 3.45%的股权。
[2] 中国制造业企业 500 强由中国企业联合会、中国企业家协会发布，中国纺织服装企业竞争力 500 强由中国纺织工业协会发布。

表 1　本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
11 魏桥 MTN1	15 亿元	2011.09.09～2016.09.09	补充营运资金	已全部根据募集说明书使用

资料来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

2015 年以来我国经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；短期内我国经济下行压力仍较大，但随着“十三五”规划和供给侧结构性改革的持续推进，我国经济仍具有保持中高速增长的潜力

2015 年，我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，产业结构持续优化，主要经济指标仍处于合理区间。2015 年，我国实现国内生产总值 676,708 亿元，同比增长 6.9%，增速同比下降 0.4 个百分点。根据国家统计局初步核算数据，2016 年一季度，我国实现国内生产总值 158,526 亿元，同比增长 6.7%，增速同比下降 0.3 个百分点。分产业看，第一产业增加值 8,803 亿元，比上年增长 2.9%；第二产业增加值 59,510 亿元，比上年增长 5.8%；第三产业增加值 90,214 亿元，比上年增长 7.6%，占国内生产总值的比重为 56.9%，比上年提高 2.0 个百分点，高于第二产业 19.4 个百分点，产业结构更趋优化。经济景气度方面，2016 年 6 月，中国制造业 PMI 终值为 50.0%，比上月下降 0.1 个百分点，位于临界点，制造业处于平稳区间。总的来看，2015 年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2015 年以来，世界经济复苏总体不及预期，世界银行、国际货币基金组织等国际机构纷纷下调了世界经济增长的预期，普遍下调了 0.2 到 0.3 个百分点，世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡，且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制；在金融市场方面，发达经济体政府债务负担有所好转，但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观，此外，全球非金融企业债务水平进一步升高，成为全球金融市场中新的风险点。2016 年 6 月 24 日，英国经过公投脱离欧盟，受此直接影响，英镑及欧元汇率大幅走低，短期内英国及欧盟经济将会出现下行，美联储加息预期减弱，或将有所延迟。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性和不确定性。

2015 年以来，央行延续之前的货币政策基调，继续实施稳健的货

币政策，更加注重松紧适度，适时适度预调微调。2015 年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格，对降低社会融资成本也起到了一定的作用。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构，同时先后颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资贵、融资难的问题。2015 年 11 月 3 日，国家发布“十三五”规划建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。2015 年 11 月 10 日，中央财经领导小组第十一次会议深入研究了经济结构性改革和城市工作，并在 2015 年 12 月中央经济工作会议中，强调推进供给侧结构性改革，做好“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”工作，积极稳妥化解产能过剩，扩大有效供给，以适应新常态，引领新常态。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五”规划建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力。供给侧结构性改革将持续化解过剩产能和房产库存，促进基础设施和房地产行业的有效投资。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长的潜力。

行业及区域经济环境

纺织行业是我国国民经济传统产业，2015 年我国纺织行业出口规模有所下降，内销增速稳中趋缓，行业质效指标趋于稳健

我国纺织行业拥有全球最大的产能规模基础和加工能力，是我国国民经济传统产业和具有较强国际竞争优势的出口导向型产业。2007 年以来，纺织行业销售收入占工业销售收入的比重始终保持在 6.00%以上，保持相对较快增长，其中棉纺织业在纺织行业中占有主要地位。纺织行业中民营经济和外资企业发展较完善，市场化程度较高。从产能分布情况来看，我国纺织企业和产能大部分集中在东部五省区域（江苏、浙江、山东、广东、福建），其中江浙地区的集聚度最高。

2008 年金融危机爆发后，世界经济一直处于深度调整之中，全球性需求萎缩、国内外棉花价格差以及劳动力成本上涨等不利因素导致纺织行业景气度下滑。根据国家统计局公布的数据，从外需方面来看，纺织行业出口规模有所下降，2015 年我国纺织品服装出口额为 2,838.50 亿美元，同比下降 4.88%，这是自 2010 年以来我国纺织品及服装出口额首次出现负增长。从内需方面来看，行业内销增速稳中趋缓。2015 年全国限额以上服装鞋帽、针纺织品零售额为 13,484 亿元，同比增长 9.8%，增速同比下降 1.1 个百分点，低于同期社会消费品零

售额增速，且累计增速在下半年呈现逐月下降趋势。

2015 年，我国规模以上纺织企业工业增加值同比增长 6.3%，增速同比回落 0.7 个百分点；而纺织业、服装服饰行业、化学纤维行业增加值同比分别增长 7.0%、4.4%和 11.2%。纺织行业规模以上企业累计实现主营业务收入 70,713 亿元，同比增长 5.0%；实现利润总额 3,860 亿元，同比增长 5.4%。

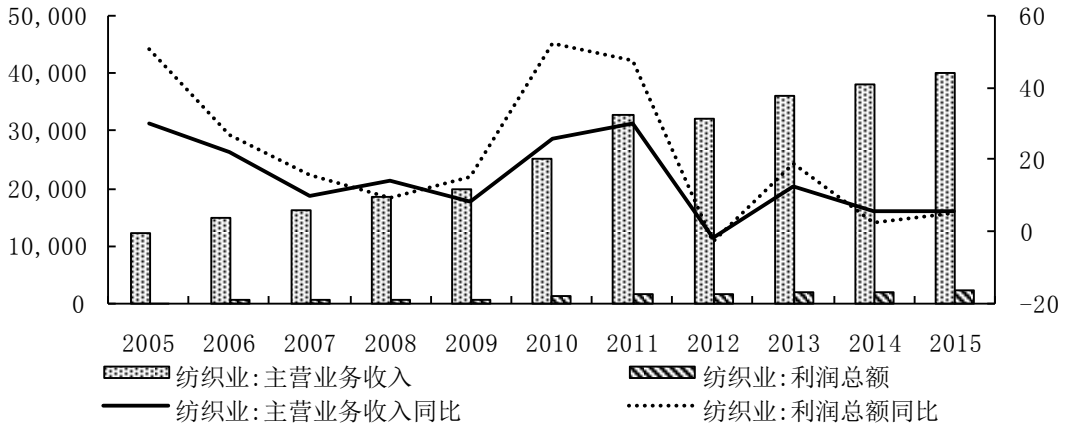


图 1　2005 年以来我国纺织企业主营业务收入及利润总额情况（单位：亿元、%）

数据来源：Wind 资讯

国家取消棉花临时收储政策，对新疆棉花实行目标价格直补，国内外棉花价格差距有所减小，有利于降低纺织行业用棉成本；但人工成本的不断上升，增加了企业成本控制压力

棉花是棉纺织企业的主要原材料，棉花成本一般占生产成本的 65%左右，是影响棉纺企业盈利水平的重要因素之一。

我国棉花种植业集中度很低，主要以棉农小规模种植为主。我国主要产棉区分布于新疆地区以及长江、黄河流域，全国棉花产量排名前八位的省市分别为新疆、河南、山东、湖北、河北、江苏、安徽以及湖南，我国棉花种植面积和产量随棉花市场走势而波动。目前我国采取棉花进口配额制度，对配额内棉花征收 1%进口关税，对配额外的进口棉花采取 4%到 40%的滑准税率。

为了保护棉农利益，防止棉花价格大幅波动，国家从 2011 年起连续三年实施棉花临时收储政策，受此影响国内棉价比国际棉价每吨高出 4,000～5,000 元左右，即出现国内外棉价倒挂的现象，国家大规模的收缴使得国家储备棉库存大幅增长。2014 年，经国务院批准将启动棉花目标价格补贴试点工作，国家发展与改革委员会同财政部、农业部下发的《关于全面深化农村改革加快推进农业现代化若干意见》中，首次提出在新疆开展棉花“目标价格补贴”试点工作，确定当年新疆棉花目标价格水平为 19,800 元/吨，这标志着棉花临时收储制度退出。2015 年 4 月 7 日，国家发展改革委公布 2015 年新疆棉花目标价格水平为 19,100 元/吨，比 2014 年每吨降低 700 元。2016 年 3 月，国家发展

改革委公布 2016 年新疆棉花目标价格继续下降至 18,600 元/吨。

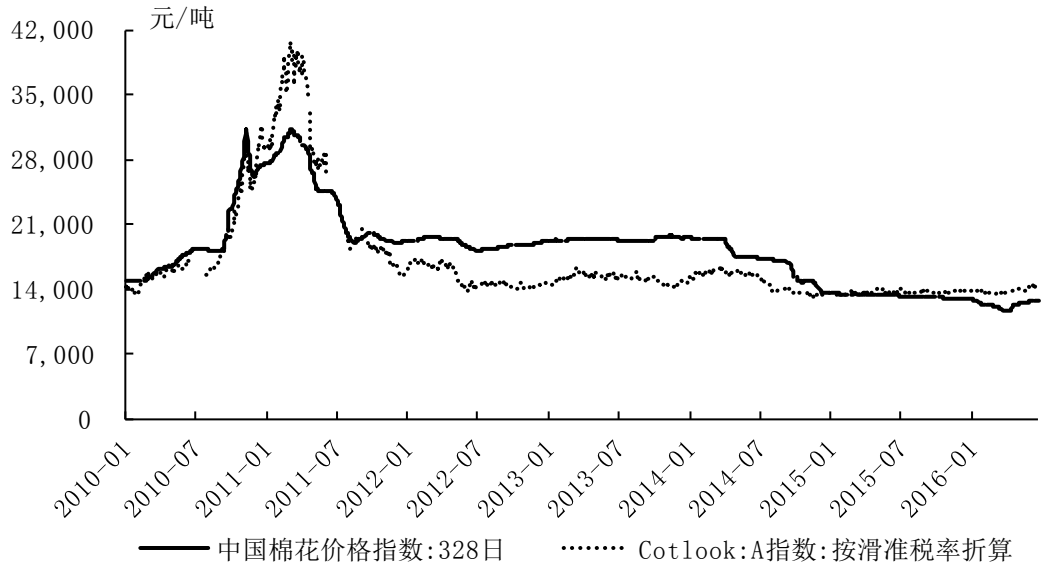


图 2　2010 年 1 月以来国际和国内棉花价格走势情况

数据来源：Wind 资讯

国家取消临时收储政策从长期来看有助于缩小国内外棉花价格差距，减轻纺织企业的用棉成本压力。棉花价格逐步实现市场化，与国际市场逐渐接轨，棉花价格处于波动性下行趋势。棉价的不稳定，以及仍然存在的国内外棉价差，使得我国的棉花消费量大幅减少，甚至会给部分产品附加值较低的纺织企业带来负面冲击。

纺织行业为劳动密集型行业，人工成本一般占制造成本的 10%～15%。我国纺织行业起步于劳动力优势，然而近年来我国劳动人口增长进入拐点，东南沿海城市普遍出现“用工荒”，劳动力成本不断上升，使得纺织企业面临一定的成本控制压力。劳动力成本增加导致我国纺织品价格优势弱化，全球纺织及服装订单也逐步向越南、柬埔寨等成本更低的东南亚国家转移；此外，自 2015 年 1 月 1 日起，中国被排除欧盟受惠国行列，这意味着我国纺织及服装企业对欧盟出口将增加 6%左右的运营成本，价格优势进一步削弱。

总体来看，2015 年，我国纺织行业竞争激烈，市场需求增长动力依然偏弱；同时，受国内人工成本持续上升、中国被排除欧盟受惠国行列等一系列因素影响，短期内纺织企业仍面临一定的经营压力。国家取消棉花临时收储政策后，国内棉花价格不断下降，但目前仍高于国际棉花价格；未来随着国内外棉花价格差距进一步缩减，纺织企业盈利能力有望得到提升。

山东省是我国主要的纺织产业聚集地之一，省内大型纺织企业在中高端细分市场上具有竞争优势，但用棉的供需缺口增加了纺织企业的用棉成本、削弱了企业的出口竞争力

山东省综合经济实力较强，经济总量在全国位居前列。2015 年，山东省实现地区生产总值 63,002.3 亿元，同比增长 8.0%，在全国 34 个省级行政区中排名第三。山东省依托丰富的矿产和农业资源，工业化程度较高，已在煤炭和石油开采、钢铁、食品、纺织、化工等领域形成较强的竞争优势。

山东省是我国黄河流域的产棉省份之一，约占全国总产量的 10%左右。基于棉花生产优势，山东省已在纺织工业方面形成产业集群优势，在一般情况下，中、小企业受制于技术和产能规模与大型企业较难形成竞争关系，而大型企业之间通过生产协调，各自确立主攻的细分市场，可以较好地避免低价竞争。但是受到气候多变、种植成本上涨以及与其他经济作物相比植棉效益较差等因素影响，山东省棉花产量有所下降，从 2008 年起，山东省棉花种植面积已连续 7 年下降，2015 年全省棉花种植面积 515.5 千公顷，同比下降 13.05%；棉花总产量居全国第二，达到 53.7 万吨，同比下降 19.25%。相对于不足 100 万吨的自产量，山东省年均用棉量为 450 万吨，用棉供需缺口的存在就要求企业必须从外省，特别是从新疆购进优质的棉花，但是运输成本的存在加大了省内纺织企业的用棉成本，削弱了省内纺织企业的出口竞争力。

经营与竞争

公司仍以纺织及其深加工为主营业务，2015 年以来纺织及深加工板块仍是收入和毛利润的主要来源，但金额及占比均有所下滑；在铝矾土贸易和热电业务的拉动下，公司营业收入出现小幅回升，毛利润和毛利率继续增加

公司仍以纺织及其深加工为主营业务，已形成纺纱、织造和印染等纺织全产业链，同时公司兼营热电业务和铝矾土贸易业务。2015 年，公司营业收入为 586.21 亿元，同比增加 4.26%，毛利润为 73.67 亿元，同比增加 30.55%，主要得益于热电板块和其他板块的拉动。

纺织及其深加工和热电业务仍是公司收入和毛利润的主要来源。2015 年，公司纺织及其深加工营业收入为 460.51 亿元，同比减少 9.14%，毛利润为 33.16 亿元，同比减少 33.65%，主要受纺织行业需求不振影响，纺织业务销量和价格均有不同程度的下降所致；热电板块收入为 75.69 亿元，同比大幅增加 53.72 亿元，毛利润为 23.05 亿元，同比增加 15.53 亿元，主要是公司电量销售大幅增加所致；其他板块收入为 50.01 亿元，同比增长 49.28%，毛利润为 17.45 亿元，毛利润由负转正，同比增加 18.51 亿元，主要是 2015 年公司铝矾土贸易收入大幅增加所致。

从毛利率来看，2015 年综合毛利率达到 12.57%，同比增加 2.53 个百分点，其中纺织及其深加工毛利率为 7.20%，同比下降 2.66 个百分点，主要是因为纺织品价格下降所致；热电板块毛利率为 30.46%，同比减少 3.77 个百分点，主要是电的销售价格下降所致；其他板块毛利率为 34.90%，同比增加 38.06 个百分点，主要由于 2015 年公司在几内亚的铝土矿开采项目建成完工，从几内亚首次运回 1,800 万吨不需加工的铝矾土，公司通过铝矾土贸易赚取价差收益。

2016 年 1～3 月，公司营业收入为 147.45 亿元，同比增长 3.16%；毛利润为 16.53 亿元，同比增长 9.35%；综合毛利率为 11.21%，同比增长 0.63 个百分点。

表 2　2013～2015 年及 2016 年 1～3 月公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年 1～3 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**147.45**	**100.00**	**586.21**	**100.00**	**562.29**	**100.00**	**588.26**	**100.00**
纺织及其深加工	113.04	76.66	460.51	78.56	506.82	90.13	534.69	90.89
热电	23.34	15.83	75.69	12.91	21.97	3.91	23.88	4.06
其他[3]	11.07	7.51	50.01	8.53	33.50	5.96	29.69	5.05
毛利润	**16.53**	**100.00**	**73.67**	**100.00**	**56.44**	**100.00**	**55.81**	**100.00**
纺织及其深加工	8.17	49.42	33.16	45.02	49.98	88.55	44.49	79.72
热电	7.81	47.25	23.05	31.29	7.52	13.32	7.55	13.53
其他	0.55	3.33	17.45	23.69	-1.06	-	3.77	6.76
综合毛利率		**11.21**		**12.57**		**10.04**		**9.49**
纺织及其深加工		7.23		7.20		9.86		8.32
热电		33.47		30.46		34.23		31.62
其他		4.97		34.90		-3.16		12.70

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，2015 年，在铝矾土贸易和热电业务的拉动下，公司营业收入出现小幅回升，毛利润和综合毛利率继续增加。从长期来看，纺织行业仍然是对宏观经济波动较为敏感的行业，公司的经营状况将始终受到市场环境的影响。

● 纺织及其深加工

2015 年，棉花价格市场化程度有所提高，平均采购单价有所下降，公司国内棉花采购数量有所增加

棉花作为公司最重要的原材料，其价格波动给公司生产运营和成本控制带来一定压力。公司除使用加工贸易配额进口棉花之外，国内采购主要通过国内棉花经销商采购获得。

[3] 其他业务收入主要包括废旧材料、租赁费、电汽、棉渣、下脚料、落棉、回丝、职工生活区用电和铝矾土贸易收入等，本年度其他业务收入大幅增长主要是由于铝矾土贸易的增加所致。

表 3　2013～2015 年及 2016 年 1～3 月公司棉花采购情况（单位：万吨、万元/吨）

项目	2016 年 1～3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总采购量	11.43	46.68	41.36	57.90
其中：进口配额	6.19	5.36	13.99	21.67
平均价格	1.25	1.20	1.36	1.74

数据来源：根据公司提供资料整理

2014 年以来，国内棉花支持政策改为新疆棉花目标价格直补，这使得国内外棉花价格差距缩小，虽然国外棉花价格仍低于国内价格，公司仍可以通过配额进口低价棉花来有效地分摊国内棉花采购成本，但是公司通过配额进口棉花的数量在逐年减少，国内采购数量有所增加。2015 年，公司总采购量为 46.68 万吨，同比增加 12.86%，使用进口配额采购棉花 5.36 万吨，同比减少 8.63 万吨，国内棉花采购数量为 41.32 万吨，同比增加 50.97%。2015 年，国内棉花采购均价为 1.21 万元/吨、进口棉花采购均价为 1.13 万元/吨，由于国家取消收储政策，棉花价格市场化，2015 年国内棉花采购价格进一步降低，这使得平均采购单价明显下降。2016 年 1～3 月，总采购量为 11.43 万吨，进口配额为 6.19 万吨，其中公司实际使用配额 0 万吨，国内采购 11.43 万吨，国内外平均采购价格为 1.25 万元/吨。

2015 年以来，公司仍是国内最大的纺织企业，棉纱和坯布产能仍居国内行业首位，继续保持较强的市场竞争力；由于纺织业出口规模下降以及内需疲软，公司纱线和织造业务收入均出现下降

公司仍以中高档纯棉纱线为主要产品，2015 年，公司纱线年产能仍位居国内首位，产能为 56.22 万吨/年，同比减少 22.86%，主要是公司进行纺织技改淘汰落后产能所致；棉纱产品总产量为 33.16 万吨，其中棉纱产品以自用为主，自用比例为 64.60%；销量和销售均价分别为 16.90 万吨和 1.97 万元/吨，同比分别下降 7.14%和 14.35%，主要是纺织品市场低迷所致。

表 4　2013～2015 年及 2016 年 1～3 月公司棉纱产品产销量及销售均价情况

项目	2016 年 1～3 月	2015 年	2014 年	2013 年
产能（万吨/年）	56.22	56.22	72.88	76.59
实际产量（万吨）	7.19	33.16	39.49	48.78
销量（万吨）	4.46	16.90	18.20	21.16
销售均价（万元/吨）	1.74	1.97	2.30	2.53

数据来源：根据公司提供资料整理

公司拥有国内最大的无梭织造生产基地，织造业务所需纱线自给率仍为 100%。截至 2016 年 3 月末，公司坯布产能 13.17 亿米/年，居国内行业首位，坯布的无梭布比重达 80%，优于国家纺织工业发展目标。出口坯布均达到美国“四分制”外观质量标准，“魏桥”牌高支纱高密

度纯棉坯布在行业中具有一定的品牌效应。

2015 年，公司织造业务营业收入为 104.15 亿元，同比减少 18.26%，主要是由于纺织业出口规模下降以及内需疲软，公司订单量减少，但是处于生产前端的坯布影响最大，坯布销售收入同比减少 13.85 亿元。尽管下游订单量减少，但是由于公司加强市场监测，有效控制生产和库存规模，各类产品产销率均超过 94.00%，产销率处于高位。2016 年 1～3 月，织造业务收入继续下降，实现业务收入 25.30 亿元，同比减少 2.58 亿元。

表 5　2013～2015 年及 2016 年 1～3 月公司织造产品产销量及销售收入情况

项目		2016 年 1～3 月	2015 年	2014 年	2013 年
坯布	产能（亿米/年）	13.17	13.17	15.80	16.08
	实际产量（亿米）	1.79	9.23	9.83	10.21
	销量（亿米）	2.30	8.75	10.23	10.75
	销售收入（亿元）	13.15	55.86	69.71	75.75
针织布	产能（万吨/年）	9.00	9.00	9.00	9.00
	实际产量（亿米）	2.07	8.31	8.36	8.60
	销量（亿米）	2.27	9.10	9.96	10.11
	销售收入（亿元）	9.93	39.98	45.68	47.65
牛仔布	产能（亿米/年）	0.97	0.97	1.39	1.36
	实际产量（亿米）	0.17	0.81	0.76	0.73
	销量（亿米）	0.22	0.81	1.19	1.11
	销售收入（亿元）	2.22	8.31	12.03	12.61

数据来源：根据公司提供资料整理

综上所述，公司纱线和坯布产能仍居全国首位，2015 年以来由于棉花价格进一步下跌、棉花品质降低以及下游需求疲软，公司织造产品销售量价均有下降，导致销售收入下降。

公司印染业务已获市场准入，但业务发展始终受到国家环保政策的约束；公司继续发挥纺织全产业链的优势，高附加值的特宽幅印染产品产能释放，在印染业务收入来源中仍具有决定性优势，但是由于印染产品价格有所下降，印染收入规模受到一定影响

公司积极向纺织下游产业链延伸，兴建印染和家纺深加工项目，该项目已完成投产。特宽幅面料印染产能显著增加，截至 2016 年 3 月末已达到 4.20 亿米/年。公司印染产品以国内市场为主，内销比例达 97%以上。公司印染成品采用自营和代加工相结合的方式，自营和代加工收入占比各为 65%和 35%左右。公司通过对外代加工的方式部分解决了产能利用不足的问题。

2015 年以来，公司继续调整印染产品结构，发展高附加值的特宽幅印染布生产，受特宽幅印染布销量和价格同时下降的影响，特宽幅印染布收入为 83.69 亿元，同比减少 4.15%，但特宽幅印染布的销售收

入仍是印染业务收入的主要来源。2015 年，印染业务实现收入 179.64 亿元，同比减少 7.32 亿元，主要是印染产品的价格下降所致。2016 年 1～3 月，公司印染业务营业收入为 44.89 亿元，同比减少 1.88 亿元，各类产品销量基本保持稳定。

2015 年 1 月 1 日，被称为“史上最严”的新环保法正式实施；2015 年 3 月 27 日，环境保护部又发布了《关于国家污染物排放标准〈纺织染整工业水污染物排放标准〉(GB4287-2012)修改单的公告》(公告 2015 年第 19 号)。公告明确规定，印染企业污水进入城镇污水处理厂或经由城镇污水管线排放，应达到直接排放限值。国家这一系列节能环保政策的出台，使印染行业的发展模式、技术、标准都面临着巨大的挑战。

表 6　2013～2015 年及 2016 年 1～3 月公司印染面料产销量[4]及销售收入情况

项目		2016 年 1～3 月	2015 年	2014 年	2013 年
印染布	产能（亿米/年）	2.26	2.26	2.26	2.26
	实际产量（亿米）	0.52	2.09	1.99	2.02
	销量（亿米）	0.86	3.46	3.41	3.32
	销售收入（亿元）	11.25	45.03	47.34	46.20
	毛利率（%）	8.40	7.96	7.74	5.42
染色布	产能（亿米/年）	1.60	1.60	1.60	1.60
	实际产量（亿米）	0.37	1.50	1.52	1.51
	销量（亿米）	0.96	3.85	3.82	3.81
	销售收入（亿元）	12.74	50.92	52.31	52.15
	毛利率（%）	8.44	8.07	7.76	5.93
特宽幅印染布	产能（亿米/年）	4.20	4.20	4.20	4.20
	实际产量（亿米）	0.98	3.93	4.00	4.09
	销量（亿米）	1.08	4.32	4.42	4.41
	销售收入（亿元）	20.90	83.69	87.31	86.52
	毛利率（%）	8.14	8.25	9.94	9.97

数据来源：根据公司提供资料整理

公司家纺和服装产品生产规模尚小，但公司对家纺产品的成本把控能力较好，家纺产品未来将作为纺织成品产业链延伸的重点发展业务

家纺和服装是公司向纺织成品产业链延伸的又一分支，但由于尚未建立起品牌效应，生产规模与成熟企业相比尚小。2015 年，受国内服装服饰业需求不振和高库存等因素的影响，公司服装收入为 12.27 亿元，同比下降 19.22%。截至 2016 年 3 月末，公司家纺产能为 5,300 万件/年，服装产能为 1,000 万件/年。服装生产主要以代加工和贴牌

[4] 表 6 中公司印染面料销量中包含代加工的面料，因此销量数值大于实际产量数值。

为主，盈利水平依然较低，在未来一段时间内公司将维持服装业务现有的产能和经营模式。

由于家纺产品可以发挥公司坯布生产和特宽幅印染的上下游协同效应，因此公司将家纺产品作为未来纺织成品重点发展业务。公司家纺以内销为主，除了传统的直销、代理销售模式外，主要依托“嘉嘉家纺”的品牌推广“家居馆专卖店”模式。公司已经设立 24 家专卖店，主要分布在山东省内。

2015 年，公司家纺业务收入为 94.62 亿元，同比减少 10.00 亿元，毛利率为 8.02%，公司加强对自营家纺产品的成本把控，因此成本的下降幅度高于收入的下降幅度，毛利率水平有所回升。

表 7　2013～2015 年及 2016 年 1～3 月公司家纺和服装业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年 1～3 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
家纺	22.99	8.35	94.62	8.02	104.62	7.68	103.70	9.27
服装	3.05	4.94	12.27	4.40	15.19	5.32	16.26	4.75

数据来源：根据公司提供资料整理

综上所述，2015 年以来纺织行业工业生产继续下滑，公司印染、家纺和服装业务收入水平有所下降，但是公司继续向印染和纺织成品延伸产业链，借助纺织前端产品的较高生产水平，毛利率保持相对稳定。

● 热电

公司继续保持自产电、汽的能源保障和成本优势；随着热电技改项目建设，公司电量销售的增加带动热电收入大幅增加；热电技改项目建成投产后，公司电力装机及环保水平将进一步提高，综合竞争力将得到有效提升；公司热电销售业务仍面临改为使用网电的政策风险

公司自备电厂的运营主体分别是公司本部和魏桥纺织。2012 年，由于关停滨州热电厂，公司总装机规模有所下降。为响应国家关于发电厂“上大压小”的政策要求，公司进行相应的项目建设，2014 年末项目建成完工，2015 年公司热电厂装机容量和发电量显著提高。同期，公司购进 29.50 亿的电厂设备、逐步淘汰所有容量小于 30 万千瓦的现有热电厂，新建 8 台 60 万千瓦装机容量的自备热电厂并对现有机组进行技术改造，预计 2018 年末项目全部建成投产，公司装机容量将进一步扩大。2016 年 3 月末，热电技改项目累计投资 31.95 亿元，总装机容量为 528 万千瓦。2015 年，公司发电量为 226.34 亿千瓦时，同比增加 63.88%，其中销售电量 147.65 亿千瓦时，同比增加 102.34 亿千瓦时，公司热电收入大幅增加。

公司自办电厂、自建电网，为纺织和铝业企业供电，这一举措解决了公司发展所需的能源问题。公司热电厂生产的电力和蒸汽分为自

用和外销，其中自用比例在 34.76%左右，主要用于公司本身及关联子公司生产；剩余部分电力经邹平县政府准许，应用自有管线销售给非合并范围内的关联企业、周边村镇和企业，其电价比国家电网低三成以上，成本优势较为明显，但是如果改为使用网电将给公司带来一定的政策风险。

表 8　2013～2015 年及 2016 年 1～3 月公司热电产销量情况

项目	2016 年 1～3 月	2015 年	2014 年	2013 年
装机容量（万千瓦）	528	462	401	269
发电量（亿千瓦时）	58.09	226.34	138.11	160.18
销售电量（亿千瓦时）	47.14	147.65	45.31	50.07
自发电成本（元/千瓦时）	0.17	0.18	0.21	0.29

数据来源：根据公司提供资料整理

公司发电成本中煤炭成本占 78%左右，电煤采购实行招标制，招标采购能够在保证质量的前提下获得较低采购价格。公司每月举办一次招标会，中标供应商一个月内交货，运输由供应商负责。公司电煤月均采购量为 100 万吨，库存均量可保证电厂平均 15 天生产运营。2015 年，公司煤炭采购金额为 40.33 亿元，同比减少 1.84 亿元，由于煤炭价格下降，公司自发电成本相应降低。

综上所述，公司自备电厂电量销售显著增加，热电收入大幅增加，热电技改项目建成投产后，公司电力装机水平及环保水平将进一步提高，公司综合竞争力将得到有效地提升。

公司治理与管理

截至 2016 年 3 月末，公司注册资本为 160,000 万元，魏桥投资对公司的持股比例为 39.00%，另外张士平是魏桥投资的第一大股东，对魏桥投资的持股比例为 20.69%，同时直接持有公司 23.52%的股份。

公司按照《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定成立运作。根据《山东魏桥创业集团有限公司章程》，股东会是公司的权力机构，定期按照法定程序召开；公司设立董事会，负责处理公司指派的日常事务，股东会由董事会召集，董事长主持；公司设立监事会，是公司的监督机构，负责检查公司财务等工作。公司管理层负责日常生产经营管理工作，由董事会聘任，下设生产技术部、原料供应部、销售总公司等职能部门。为适应管理需要，公司建立了一套较完整的内部管理制度体系，包括风险控制管理制度、关联交易内部审批管理制度、证券信息收集与披露制度、独立会计核算体系和财务管理制度等，为公司健康发展奠定了良好基础。公司未来三年总体的发展战略将专注于纺织及其深加工业的发展，通过调整产品结构，加快增长转型的步伐，此外，公司将不断加大以节能为重点的技术进步和改造力度，全面实施清洁生产，最终实现可持续发展。

公司仍是全球规模最大的棉纺织企业，纱线和坯布产能居行业首位，成纱质量达到国际先进水平，“魏桥”牌高纱支高密度纯棉坯布在国内外市场具有一定品牌效应。为增强抗经济周期波动的能力，公司制定了向纺织深加工业务发展的战略，逐步加大高附加值的特宽幅印染和家纺产品产能，随着公司高附加值产品的比重增加，盈利水平将趋于稳定。随着热电技改项目的实施，公司的装机容量将进一步提高，项目建成投产后将有效提升公司的综合竞争力。综合来看，公司抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2015 年以及 2016 年 1～3 月财务报表，山东鉴鑫会计师事务所有限公司对公司 2015 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2016 年 1～3 月财务报表未经审计。

资产质量

2015 年以来，随着热电技改项目的实施，公司资产规模继续增长，资产结构较为均衡且流动性提高；应收账款周转效率仍然较高且保持稳定

2015 年以来，公司资产规模继续增长，从资产构成来看，流动资产与非流动资产的占比较为平均。2016 年 3 月末，总资产为 705.49 亿元，其中非流动资产占比为 53.24%。

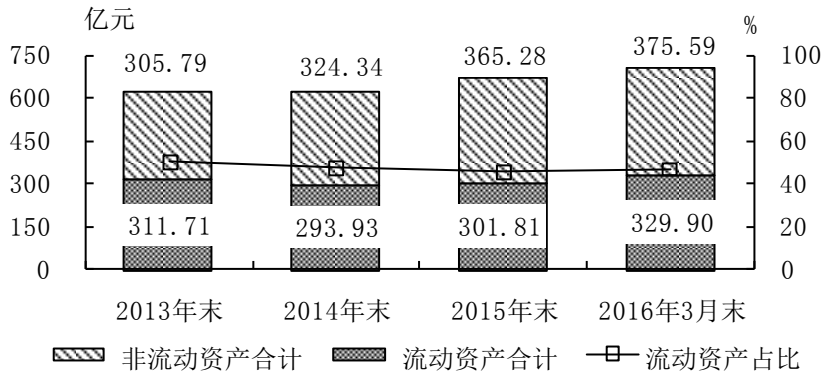


图 3　2013～2015 年末及 2016 年 3 月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由货币资金、存货、其他应收款、预付款项和应收账款等构成。2015 年末，公司货币资金为 145.53 亿元，同比减少 2.83%，其中银行存款占比为 80.28%；存货为 93.87 亿元，同比增加 7.66%，主要是公司增加铝矾土的进口所致，其中原材料、产成品、在产品及半成品和在途物资占比分别为 16.23%、49.41%、17.08%和 20.80%，原材料同比增长 35.93%，产成品和在产品分别同比减少 10.34%和 42.01%，在途物资同比增加 19.53 亿元；其他应收款为 23.64 亿元，同比增长 44.58%，主要包括应收关联公司款项和职工依据与公司的借

款协议购买公司住房的借款，公司未对其他应收款计提坏账准备；预付款项为 21.57 亿元，同比增长 10.91 亿元，主要是预付的原材料款增加所致；应收账款为 15.63 亿元，同比减少 22.44%，主要是账龄在 6 个月以内的应收账款大量收回，其中账龄在 6 个月以内的应收账款占比为 81.98%，同比减少了 33.40%。

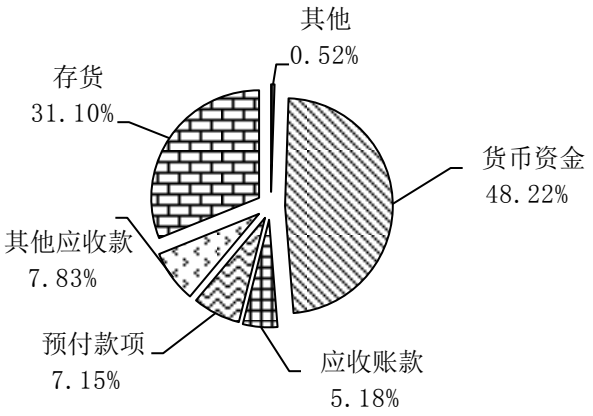


图 4　2015 年末公司流动资产构成情况

2016 年 3 月末，公司流动资产为 329.90 亿元，较 2015 年末增长 9.31%，其中货币资金为 174.89 亿元，较 2015 年末增长 20.18%，主要是 2016 年 1～3 月公司发行多期非公开定向债务融资工具所致；存货为 99.96 亿元，较 2015 年末增长 6.49%；其他应收款为 13.47 亿元，较 2015 年末减少 43.02%，主要是应收关联方的款项及个人向公司的住房借款减少所致；预付款项为 23.42 亿元，较 2015 年末增加 8.54%；应收账款为 18.16 亿元，较 2015 年末增加 16.21%，主要是由于公司增加了对部分信用度较高的下游客户的信用账期所致。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产等构成，其中 2015 年末，固定资产、在建工程和无形资产占非流动资产的比重分别为 70.93%、14.32%和 9.59%。2015 年末，公司非流动资产为 365.28 亿元，同比增加 12.63%，其中固定资产为 259.09 亿元，以机器设备为主，同比增长 8.44%，主要是公司购买电厂设备所致；在建工程为 52.32 亿元，同比增长 20.66%，主要是热电技改项目投入大幅增加所致，公司于 2015 年开始新建 8 台 60 万千瓦装机容量的自备热电厂并对现有机组进行技术改造，逐步淘汰所有容量小于 30 万千瓦的现有热电厂，该项目预计 2018 年末全部建成完工，2015 年公司热电技改项目投入同比增长 118.10%；无形资产为 35.05 亿元，主要是土地使用权，同比减少 4.32%。2016 年 3 月末，公司非流动资产为 375.59 亿元，较 2015 年末增长 2.82%，其中在建工程为 63.15 亿元，较 2015 年末增加 20.71%，主要是热电技改项目建设施工所致；非流动资产的其余各主要科目较 2015 年末均变动不大。

截至 2016 年 3 月末，公司受限资产总额为 132.45 亿元，占总资产比重为 18.77%，占净资产的比重为 38.09%，其中包括信用证及承兑保证金 29.55 亿元和用于抵质押的固定资产 102.90 亿元。

从资产运营效率来看，2015 年及 2016 年 1～3 月，公司存货周转天数分别为 63.59 天和 66.63 天，存货周转率略有下降，但依然处于合理的区间；应收账款周转天数分别为 10.99 天和 10.31 天，应收账款周转效率仍然较高且保持稳定。公司通过控制采购和生产进度设定库存原材料和产品的周期，防止价格波动的不确定性对存货价值产生影响；同时公司对应收账款管理较为严格，除个别信誉好的客户给予 60 天的信用期限，其余客户均是款到发货。

综上所述，2015 年以来，公司资产规模继续增长，主要是购买电厂设备、新建热电厂和对现有机组进行技术改造所致，货币资金数额较大，应收账款回款效率较高，资产流动性表现优异。

资本结构

2015 年以来，由于购买电厂设备、新建电厂，公司经营规模进一步扩大，负债和总有息债务规模继续增加，其中短期有息债务占比有所增加，短期偿债压力有所加大；流动比率有所降低，但流动资产对流动负债的保障程度较好

2015 年以来，公司总负债为 327.29 亿元，同比增加 8.48%，主要是由于 2015 年公司购进电厂设备、新建电厂以及增加长短期借款，其中流动负债占比为 52.49%。2016 年 3 月末，总负债为 357.80 亿元，较 2015 年末增加 9.32%，其中流动负债占比为 56.97%。

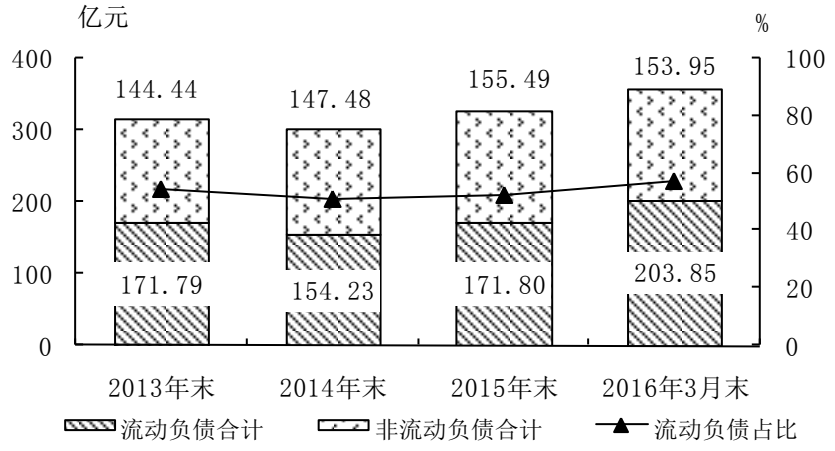


图 5　2013～2015 年末及 2016 年 3 月末公司负债构成情况

公司流动负债主要由短期借款、其他流动负债、应付票据、一年内到期的非流动负债和应付账款等构成。2015 年末，公司短期借款为 56.12 亿元，同比增长 15.14%，主要是信用借款大幅增长所致，其中信用借款、抵押借款、保证借款和质押借款占比分别为 37.69%、1.02%、

37.73%和 21.95%，另有同时抵押并保证借款 0.91 亿元；其他流动负债为 40.38 亿元，同比增长 33.74%，主要是公司在 2015 年发行了合计 40 亿的非公开定向债务融资工具所致；应付票据为 26.08 亿元，同比增长 38.26%，应付票据以银行承兑汇票为主，其中银行承兑汇票增长幅度较大，同比增长 41.97%；一年内到期的非流动负债为 12.10 亿元，均为一年内到期的长期借款，同比减少 21.04%，主要是需要在一年内偿还的保证借款大幅减少所致；应付账款为 9.48 亿元，主要包括应付原材料、机器设备和零部件采购款，且无账龄超过 1 年的大额款项，同比减少 36.82%，主要是应付进口皮棉材料款和设备款减少所致。

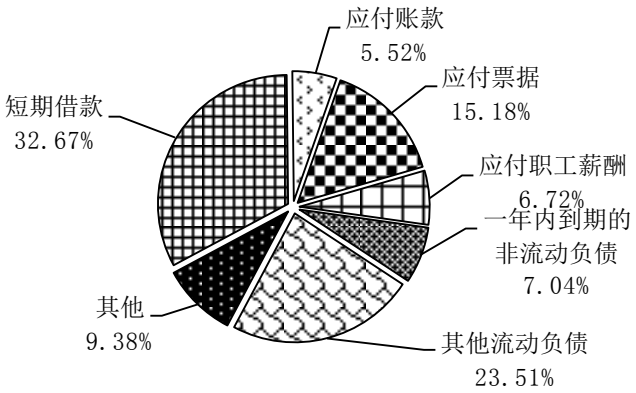


图 6　2015 年末公司流动负债构成情况

2016 年 3 月末，公司流动负债为 203.85 亿元，较 2015 年末增长 18.65%，其中短期借款为 50.09 亿元，较 2015 年末减少 10.74%，主要是短期借款到期归还所致；其他流动负债为 70.00[5]亿元，较 2015 年末增长了 73.34%，主要是公司在 2016 年一季度发行了多期非公开定向债务融资工具所致；应付票据为 32.91 亿元，较 2015 年末增长 26.20%，主要是公司增加了以票据为结算方式的货款所致；其余流动负债主要科目较 2015 年末均变动不大。

公司非流动负债主要由应付债券、长期借款和长期应付款等构成。2015 年末，公司应付债券为 74.72 亿元，同比减少 16.54%，主要是因为公司 2012 年发行的 15 亿中期票据到期兑付；长期借款为 54.22 亿元，同比增长 26.66%，其中抵押借款、保证借款和信用借款占比分别为 33.50%、38.50%和 28.00%，公司增加的长期借款 84.75%来自于信用借款；长期应付款为 24.52 亿元，由住房周转金、企业发展基金和长期应付款的其他项目组成，同比增长 95.61%，主要是长期应付电厂设备款增加所致。2016 年 3 月末，公司非流动负债主要科目较 2015 年末均变动不大。

[5] 2016 年 1～3 月，公司合计发行 80 亿元的非公开定向债务融资工具，但是由于公司发行的 10 亿元“16 魏桥创业 PPN005”未从银行拿回单据，因此 2016 年 3 月末未计入其他流动负债。

表 9　2013～2015 年末及 2016 年 3 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
短期有息债务[6]	180.10	149.30	112.92	129.19
长期有息债务	113.66	113.94	132.33	131.99
总有息债务	**293.76**	**263.24**	**245.26**	**261.17**
总有息债务/总负债	82.10	80.43	81.29	82.59

2015 年以来，公司有息债务规模随着外部融资增加而有所回升。2015 年末，公司总有息债务为 263.24 亿元，同比增加 7.33%，占总负债的比重为 80.43%，同比略有下降，但是占比依然很高，公司有息债务压力较大。截至 2016 年 3 月末，公司有息债务为 293.76 亿元，占总负债比重为 82.10%。

表 10　截至 2016 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	合计
金额	180.10	43.88	39.98	29.80	**293.76**
占比	61.31	14.93	13.61	10.15	**100.00**

从公司债务期限结构来看，2015 年以来，公司有息债务由以长期有息债务为主转变为以短期有息债务为主，1 年以内的有息债务占比较大，超过 50%，主要是由于 2015 年以来，公司合计发行多期短期债务融资工具，公司短期偿债压力较大。

表 11　2013～2015 年末及 2016 年 3 月末公司部分财务指标（单位：%、倍）

指标	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
资产负债率	50.72	49.06	48.80	51.21
债务资本比率	45.80	43.65	43.65	46.43
长期资产适合率	133.56	135.59	143.07	145.76
流动比率	1.62	1.76	1.91	1.81
速动比率	1.13	1.21	1.34	1.25

2015 年末，公司所有者权益为 339.80 亿元，同比增加 7.34%，其中盈余公积为 27.52 亿元，同比增加 10.73%，主要是净利润增长所致；未分配利润为 223.53 亿元，同比增加 8.38%；归属于母公司所有者权益为 329.11 亿元，同比增加 6.45%；少数股东权益为 10.69 亿元，同比增加 3.29 亿元；资本公积和股本无变化。2016 年 3 月末，公司所有者权益增至 347.69 亿元，其中未分配利润为 231.35 亿元，主要是公司将大部分盈利留存支持公司发展。2015 年以来，由于公司扩大经营规模需要补充营运资金，公司多次发行非公开定向债务融资工具融资，资产负债率开始回升。同时，长期资产适合率、流动比率和速动比率均出现了下降，但是公司长期资本对长期资产的覆盖程度和流动资产

[6] 公司“11 魏桥 MTN1” 将于 2016 年 9 月 9 日到期，公司提供的财务报表中将其计入应付债券，本表将其计入短期有息债务。

对流动负债的保障程度依然较好。

截至 2016 年 3 月末，公司无对外担保事项。

综上所述，2015 年以来，公司资产负债率有所回升，有息债务规模继续增加，短期有息债务占总负债比重较高，公司短期偿债压力有所加大。

盈利能力

2015 年，由于热电收入大幅增加，公司营业收入有所回升；期间费用略有提高，毛利润和毛利率继续增加，公司盈利能力有所增强

2015 年，公司营业收入有所回升，主要是热电业务收入大幅增加所致，但是在 2015 年经济下行压力继续加大的情况下，纺织行业外需减少，内需疲软，公司订单量减少，故销量和价格均有所下降。由于公司调整产品结构，热电技改项目部分完工，电量销售大幅增加，热电业务发展迅速，毛利率水平有所上升。2015 年，公司实现营业收入 586.21 亿元，同比增加 4.26%；毛利率为 12.57%，同比上升 2.53 个百分点。

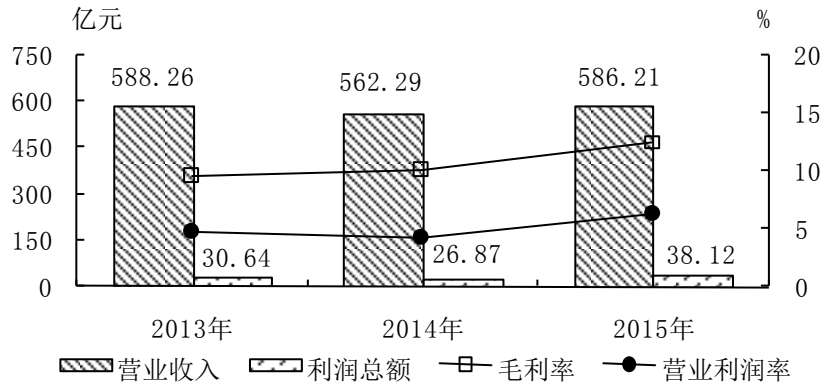


图 7　2013～2015 年公司收入和盈利情况

2015 年，公司期间费用为 35.24 亿元，同比增加了 16.22%，其中销售费用为 1.79 亿元，同比减少 12.33%，主要是运输费及保险费减少所致；管理费用为 8.43 亿元，同比增加 21.20%，主要是折旧费和地方税金增加所致；财务费用为 25.02 亿元，同比增加 17.33%，主要是公司有息债务增加进而使得利息净支出增加所致。2015 年，期间费用占营业收入的比重为 6.01%，同比上升 0.62 个百分点，其中财务费用占比最大，达到 4.27%。

表 12　2013～2015 年及 2016 年 1～3 月公司期间费用情况（单位：亿元、%）				
项目	2016 年 1～3 月	2015 年	2014 年	2013 年
销售费用	0.45	1.79	2.04	2.53
管理费用	1.85	8.43	6.95	5.34
财务费用	5.80	25.02	21.33	18.35
期间费用	**8.11**	**35.24**	**30.32**	**26.22**
期间费用/营业收入	**5.50**	**6.01**	**5.39**	**4.46**

2015 年，公司投资收益为 0.62 亿元，同比增加 0.46 亿元，主要由子公司魏桥纺织可供出售金融资产在持有期间取得投资收益和权益法核算的长期股权投资收益组成；营业利润为 36.68 亿元，同比增加 54.71%，主要是热电业务和铝矾土业务拉动所致；营业外收入为 4.14 亿元，主要由政府补助构成，同比增长 7.11%；营业外支出为 2.70 亿元，同比增加 2.00 亿元，主要是子公司滨州魏桥铝业科技有限公司清理固定资产所产生的损失；利润总额为 38.12 亿元，同比增长 41.86%；净利润为 27.78 亿元，同比增加 39.99%，净利润中归属于母公司的利润为 24.16 亿元，同比增加 22.41%，少数股东损益为 3.63 亿元，同比增加 3.51 亿元；同期，总资产报酬率和净资产收益率分别为 9.52%和 8.18%。

表 13　2013～2015 年及 2016 年 1～3 月公司部分财务指标（单位：%）				
项目	2016 年 1～3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产报酬率	2.02	9.52	7.26	7.93
净资产收益率	1.86	8.18	6.27	7.48

2016 年 1～3 月，公司营业收入为 147.45 亿元，同比增加 3.16%；毛利润为 16.53 亿元，同比增长 9.35%；综合毛利率为 11.21%，同比增加 0.63%；期间费用为 8.11 亿元，同比减少 0.35%；期间费用占营业收入比重为 5.50%，同比减少 0.19 个百分点；营业利润、利润总额和净利润分别为 8.18 亿元、8.70 亿元和 6.48 亿元，同比分别增长 18.88%、11.18%和 15.27%。2016 年 1～3 月，公司继续进行热电技改项目建设，装机容量继续扩大，热电业务优势进一步发挥，公司盈利水平有所上升。

未来 1～2 年，随着棉花价格逐步市场化，以及公司纺织业务向深加工领域战略规划的推进，高附加值产品在收入构成中的比重上升；热电技改项目将于 2018 年末全部完成，建成投产后，公司电力装机水平及环保水平将进一步提高，更加有效的提升企业的综合竞争力，公司抵御行业需求波动的能力或将得到改善。

现金流

2015 年，公司经营性净现金流进一步增加，其对债务和利息的覆盖程度较高；由于购买电厂设备、投资建设在建工程等原因，投资性现金流持续净流出，预计未来公司资本支出压力较大

2015 年，公司经营性净现金流为 80.20 亿元，同比增加 2.18%，主要是由于公司经营性应收项目减少和经营性应付项目增加。由于公司购买电厂设备、在建工程持续投资和其子公司魏桥纺织办理了 12.98 亿元的资产托管业务，投资性现金流表现为净流出且绝对量增加。同期，由于外部融资到期归还且新增债务较少，公司筹资性现金流表现为净流出，但是由于 2015 年债务偿还金额减少，公司筹资性现金流的净流出金额有所减少。

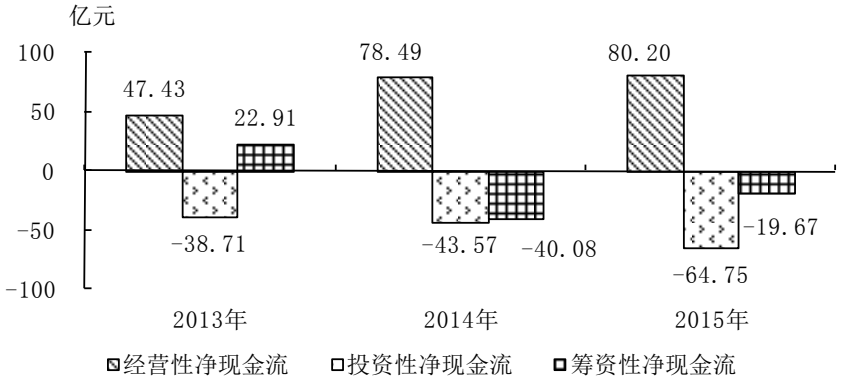


图 8　2013～2015 年公司现金流情况

2016 年 1～3 月，公司经营性净现金流为 27.19 亿元，同比减少 35.89%，主要是经营性应收项目的增加及经营性应付项目减少所致；投资性净现金流为-18.22 亿元，现金净流出幅度进一步扩大，同比增加 13.59 亿元，主要是热电技改项目建设投入继续增加所致；筹资性净现金流为 20.46 亿元，现金流由净流出转为净流入，同比增加 50.49 亿元，主要是公司发行多期非公开定向债务融资工具所致。

表 14　2013～2015 年及 2016 年 1～3 月公司负债及利息的覆盖水平（单位：%、倍）

项目	2016 年 1～3 月	2015 年	2014 年	2013 年
经营性净现金流/流动负债	14.47	49.19	48.15	29.28
经营性净现金流/总负债	7.94	25.50	25.40	16.67
经营性净现金流利息保障倍数	4.89	3.16	4.35	2.58
EBIT 利息保障倍数	2.57	2.50	2.49	2.67
EBITDA 利息保障倍数	3.95	3.61	3.90	4.05

2015 年，受有息债务增加的影响，公司经营性现金流和 EBITDA 对债务的保障程度略有降低，但是对债务和利息的覆盖程度仍然较高；同时在热电业务和铝矾土贸易的拉动下，公司利润总额增长较快，使得公司 EBIT 和 EBITDA 对利息的保障程度依然较高。未来 1～2 年公司

新增投资规模较前期将有所增加，资本支出压力和融资需求相应增加。

综上所述，2015 年，公司经营性净现金流略有改善，对债务和利息的覆盖程度较高；由于进行热电技改等项目建设，公司投资性净现金流持续流出。

偿债能力

公司仍是全球规模最大的棉纺织企业，但是低附加值的纱线和坯布产品占比较大，盈利能力对需求波动较为敏感。2015 年以来，虽然公司纺织及深加工业务收入和毛利润呈现一定程度的下降，但是在热电业务收入的带动下，公司营业收入小幅回升。

从资本结构看，2015 年以来公司外部融资需求有所增加，存量债务规模回升，资产负债率水平有所回升。截至 2016 年 3 月末，公司有息债务为 293.76 亿元，占总负债比重为 82.10%，有息债务规模较大。从资产质量看，公司货币资金始终较为充裕，主要为银行存款，且应收账款回款速度较快，故资产流动性表现较好。从经营性偿债来源和偿债能力来看，公司经营性现金流进一步增加，对债务和利息的保障能力较高，综合来看，公司偿还债务的能力很强。

债务履约情况

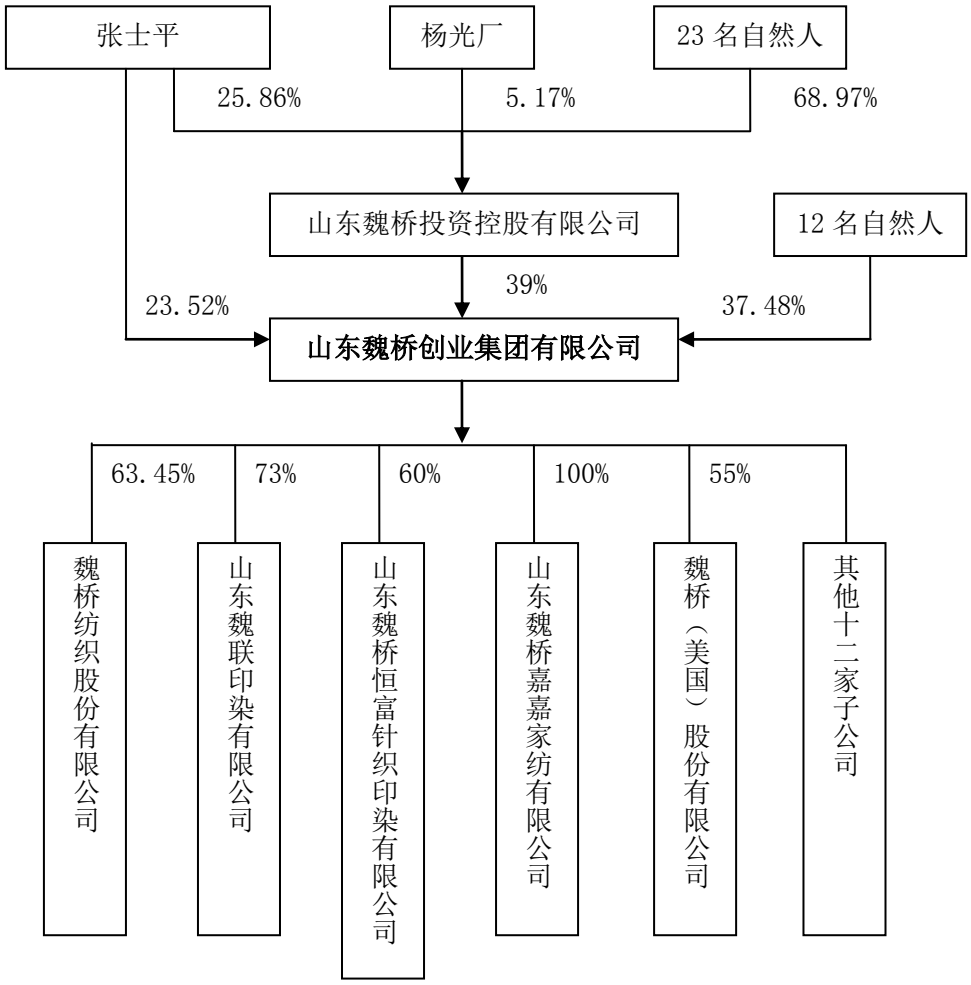
根据公司提供的中国人民银行出具的企业基本信用信息报告，截至 2016 年 6 月 17 日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司本部及其子公司在公开债券市场发行的债务融资工具均还本付息正常。

结论

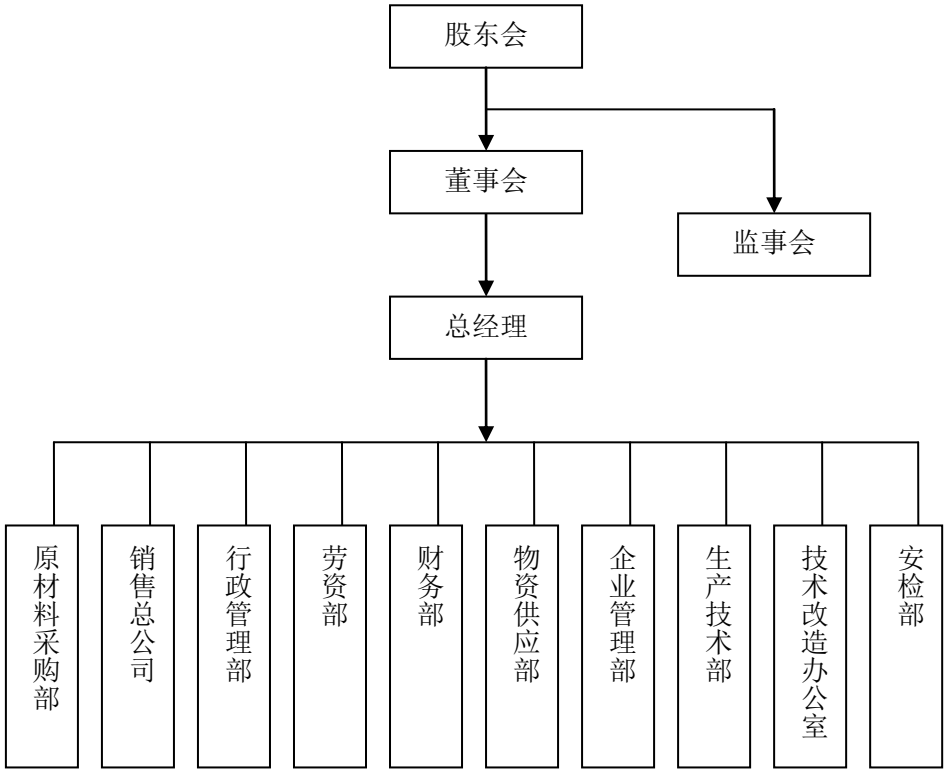
2015 年以来，受纺织行业外需下降，内需疲软以及棉花价格回落的影响，公司纱线、织造、印染和家纺服装等业务的销量和价格均有不同程度的波动，公司纺织业务收入下降，同时公司印染业务始终面临国家环保政策的约束；2015 年公司购进电厂设备、投资 165 亿进行热电技改项目建设、淘汰落后产能，装机容量和发电量进一步增加，热电销售的增加使得热电业务收入大幅增长，在铝矾土贸易和热电业务的拉动下，公司营业收入小幅回升。随着公司经营规模的扩大，公司有息债务规模有所增加，有息债务占总负债比重较高，且有息负债以短期有息债务为主，公司未来短期偿债压力有所加大；在整体上，公司经营性现金流表现为持续净流入，资产变现能力较强，对债务的覆盖能力较好；但是随着在建工程持续投资，公司投资性净现金流表现为持续净流出。预计 1～2 年，公司作为纺织行业的龙头地位依然稳固，但是受到下游需求疲软等因素的影响，公司盈利能力将受到一定程度的影响；热电技改项目建成投产，公司电力装机水平及环保水平将进一步提高，更加有效的提升企业的综合竞争力。

综合分析，大公对公司“11 魏桥 MTN1”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定。

附件 1　截至 2016 年 3 月末山东魏桥创业集团有限公司股权结构图



附件2　截至2016年3月末山东魏桥创业集团有限公司组织结构图



附件 3　　山东魏桥创业集团有限公司（合并）主要财务指标

单位：万元

年　份	2016 年 3 月（未经审计）	2015 年	2014 年	2013 年
资产类				
货币资金	1,748,922	1,455,294	1,497,695	1,549,211
应收账款	181,619	156,287	201,504	225,171
其他应收款	134,691	236,380	163,498	142,857
预付款项	234,157	215,729	106,648	133,202
存货	999,603	938,699	871,942	966,198
流动资产合计	3,298,992	3,018,076	2,939,301	3,117,129
固定资产	2,585,765	2,590,928	2,389,226	2,271,582
在建工程	631,522	523,190	433,610	396,366
无形资产	348,067	350,486	366,296	343,979
非流动资产合计	3,755,878	3,652,840	3,243,355	3,057,934
总资产	7,054,870	6,670,916	6,182,656	6,175,064
占资产总额比（%）				
货币资金	24.79	21.82	24.22	25.09
应收账款	2.57	2.34	3.26	3.65
其他应收款	1.91	3.54	2.64	2.31
预付款项	3.32	3.23	1.72	2.16
存货	14.17	14.07	14.10	15.65
流动资产合计	46.76	45.24	47.54	50.48
固定资产	36.65	38.84	38.64	36.79
在建工程	8.95	7.84	7.01	6.42
无形资产	4.93	5.25	5.92	5.57
非流动资产合计	53.24	54.76	52.46	49.52
负债类				
短期借款	500,915	561,211	487,396	509,551
应付票据	329,099	260,766	188,600	180,536
应付账款	88,954	94,771	149,992	231,663
一年内到期的非流动负债	121,000	121,000	153,243	101,782
其他流动负债	700,000	403,829	301,940	504,027
流动负债合计	2,038,525	1,718,037	1,542,328	1,717,888
长期借款	538,772	542,176	428,066	722,690
应付债券	747,833	747,206	895,255	597,167
长期应付款	226,918	245,198	125,349	96,444
非流动负债合计	1,539,484	1,554,899	1,474,766	1,444,416
负债合计	3,578,009	3,272,936	3,017,094	3,162,303

附件 3　山东魏桥创业集团有限公司（合并）主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2016 年 3 月（未经审计）	2015 年	2014 年	2013 年
占负债总额比（%）				
短期借款	14.00	17.15	16.15	16.11
应付票据	9.20	7.97	6.25	5.71
应付账款	2.49	2.90	4.97	7.33
一年内到期的非流动负债	3.38	3.70	5.08	3.22
其他流动负债	19.56	12.34	10.01	15.94
流动负债合计	56.97	52.49	51.12	54.32
长期借款	15.06	16.57	14.19	22.85
应付债券	20.90	22.83	29.67	18.88
非流动负债合计	43.03	47.51	48.88	45.68
权益类				
实收资本(股本)	160,000	160,000	160,000	160,000
资本公积	620,667	620,667	620,667	620,664
盈余公积	275,868	275,171	248,517	240,941
未分配利润	2,313,468	2,235,284	2,062,380	1,920,599
归属于母公司所有者权益	3,370,003	3,291,122	3,091,564	2,942,204
少数股东权益	106,858	106,858	73,998	70,556
所有者权益合计	3,476,861	3,397,980	3,165,561	3,012,760
损益类				
营业收入	1,474,510	5,862,147	5,622,891	5,882,605
营业成本	1,309,167	5,125,413	5,058,544	5,324,468
销售费用	4,517	17,861	20,372	25,273
管理费用	18,531	84,273	69,530	53,446
财务费用	58,033	250,221	213,265	183,516
营业利润	81,787	366,830	237,101	279,274
营业外收支净额	5,242	14,404	31,637	27,093
利润总额	87,028	381,234	268,738	306,367
所得税费用	22,264	103,385	70,257	81,131
净利润	64,765	277,849	198,482	225,236
占营业收入比（%）				
营业成本	88.79	87.43	89.96	90.51
销售费用	0.31	0.30	0.36	0.43
管理费用	1.26	1.44	1.24	0.91
财务费用	3.94	4.27	3.79	3.12
营业利润	5.55	6.26	4.22	4.75

附件 3　山东魏桥创业集团有限公司（合并）主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	2016 年 3 月（未经审计）	2015 年	2014 年	2013 年
占营业收入比（%）				
营业外收支净额	0.36	0.25	0.56	0.46
利润总额	5.90	6.50	4.78	5.21
净利润	4.39	4.74	3.53	3.83
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	271,873	801,953	784,853	474,346
投资活动产生的现金流量净额	-182,173	-647,460	-435,677	-387,084
筹资活动产生的现金流量净额	204,618	-196,712	-400,822	229,108
财务指标				
EBIT	142,602	635,361	449,052	489,883
EBITDA	219,328	917,968	703,173	742,829
总有息债务	2,937,619	2,632,359	2,452,560	2,611,725
毛利率（%）	11.21	12.57	10.04	9.49
营业利润率（%）	5.55	6.26	4.22	4.75
总资产报酬率（%）	2.02	9.52	7.26	7.93
净资产收益率（%）	1.86	8.18	6.27	7.48
资产负债率（%）	50.72	49.06	48.80	51.21
债务资本比率（%）	45.80	43.65	43.65	46.43
长期资产适合率（%）	133.56	135.59	143.07	145.76
流动比率（倍）	1.62	1.76	1.91	1.81
速动比率（倍）	1.13	1.21	1.34	1.25
保守速动比率（倍）	0.86	0.85	1.01	0.95
存货周转天数（天）	66.63	63.59	65.41	60.19
应收账款周转天数（天）	10.31	10.99	13.66	12.62
经营性净现金流/流动负债（%）	14.47	49.19	48.15	29.28
经营性净现金流/总负债（%）	7.94	25.50	25.40	16.67
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	4.89	3.16	4.35	2.58
EBIT 利息保障倍数（倍）	2.57	2.50	2.49	2.67
EBITDA 利息保障倍数（倍）	3.95	3.61	3.90	4.05
现金比率（%）	85.79	84.71	97.11	90.18
现金回笼率（%）	98.02	107.75	98.37	96.63
担保比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

附件 4　山东魏桥创业集团有限公司（母公司）主要财务指标

单位：万元

年　份	2016 年 3 月（未经审计）	2015 年	2014 年	2013 年
资产类				
货币资金	315,545	129,854	318,441	437,243
应收账款	94,730	98,396	128,804	120,147
其他应收款	301,179	313,534	88,051	124,115
预付款项	58,217	46,092	40,107	46,225
存货	487,023	437,175	266,070	298,961
流动资产合计	1,430,680	1,025,052	905,472	1,116,692
固定资产	889,613	909,062	1,013,602	950,043
在建工程	561,088	455,684	339,989	355,136
无形资产	317,636	319,325	325,891	324,750
非流动资产合计	2,636,162	2,607,776	2,472,249	2,354,056
总资产	4,066,841	3,632,828	3,377,721	3,470,747
占资产总额比（%）				
货币资金	7.76	3.57	9.43	12.60
应收账款	2.33	2.71	3.81	3.46
其他应收款	7.41	8.63	2.61	3.58
预付款项	1.43	1.27	1.19	1.33
存货	11.98	12.03	7.88	8.61
流动资产合计	35.18	28.22	26.81	32.17
固定资产	21.87	25.02	30.01	27.37
在建工程	13.80	12.54	10.07	10.23
无形资产	7.81	8.79	9.65	9.36
非流动资产合计	64.82	71.78	73.19	67.83
负债类				
短期借款	268,257	250,190	196,000	147,812
应付票据	253,099	194,766	169,300	159,236
应付账款	21,026	28,481	39,398	31,675
一年内到期的非流动负债	52,200	52,200	89,214	43,333
其他流动负债	700,000	400,000	300,000	500,000
流动负债合计	1,372,543	980,648	850,682	928,818
长期借款	369,829	369,829	226,957	348,049
应付债券	150,000	150,000	300,000	300,000
长期应付款	181,961	157,141	102,501	96,344
非流动负债合计	701,790	676,970	629,458	744,394
负债合计	2,074,333	1,657,618	1,480,140	1,673,212

附件 4 山东魏桥创业集团有限公司（母公司）主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2016 年 3 月（未经审计）	2015 年	2014 年	2013 年
占负债总额比（%）				
短期借款	12.93	15.09	13.24	8.83
应付票据	12.20	11.75	11.44	9.52
应付账款	1.01	1.72	2.66	1.89
一年内到期的非流动负债	2.52	3.15	6.03	2.59
其他流动负债	33.75	24.13	20.27	29.88
流动负债合计	66.17	59.16	57.47	55.51
长期借款	17.83	22.31	15.33	20.80
应付债券	7.23	9.05	20.27	17.93
非流动负债合计	33.83	40.84	42.53	44.49
权益类				
实收资本(股本)	160,000	160,000	160,000	160,000
资本公积	373,665	373,665	373,665	373,665
盈余公积	89,069	89,069	89,069	89,069
未分配利润	1,369,774	1,352,475	1,274,846	1,174,801
所有者权益合计	1,992,508	1,975,210	1,897,581	1,797,535
损益类				
营业收入	960,716	4,124,911	3,874,011	4,099,125
营业成本	891,298	3,779,302	3,533,761	3,776,184
销售费用	347	990	1,110	1,636
管理费用	8,548	41,044	33,894	22,436
财务费用	41,211	167,989	136,158	121,144
营业利润	19,306	143,632	177,801	187,793
营业外收支净额	3,758	15,781	14,595	15,113
利润总额	23,064	159,413	192,396	202,906
所得税	5,766	37,841	45,921	48,141
净利润	17,298	121,572	146,475	154,765
占营业收入比（%）				
营业成本	92.77	91.62	91.22	92.12
销售费用	0.04	0.02	0.03	0.04
管理费用	0.89	1.00	0.87	0.55
财务费用	4.29	4.07	3.51	2.96
营业利润	2.01	3.48	4.59	4.58

附件 4 山东魏桥创业集团有限公司（母公司）主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	2016 年 3 月（未经审计）	2015 年	2014 年	2013 年
占营业收入比（%）				
营业外收支净额	0.39	0.38	0.38	0.37
利润总额	2.40	3.86	4.97	4.95
净利润	1.80	2.95	3.78	3.78
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	114,165	169,581	511,826	217,763
投资活动产生的现金流量净额	-216,385	-239,226	-226,812	-357,736
筹资活动产生的现金流量净额	288,267	-114,839	-404,656	193,065
财务指标				
毛利率（%）	7.23	8.38	8.78	7.88
营业利润率（%）	2.01	3.48	4.59	4.58
总资产报酬率（%）	1.93	11.38	11.03	11.13
净资产收益率（%）	0.87	6.15	7.72	8.61
资产负债率（%）	51.01	45.63	43.82	48.21
长期资产适合率（%）	102.21	101.70	102.22	107.98
流动比率（倍）	1.04	1.05	1.06	1.20
速动比率（倍）	0.69	0.60	0.75	0.88
保守速动比率（倍）	0.23	0.13	0.45	0.57
存货周转天数（天）	46.66	33.49	28.78	24.38
应收账款周转天数（天）	9.05	9.91	11.57	8.88
经营性净现金流/流动负债（%）	9.70	18.52	57.52	46.89
经营性净现金流/总负债（%）	6.12	10.81	32.46	26.03
现金比率（%）	22.99	13.24	37.43	47.08
现金回笼率（%）	109.27	89.63	100.05	96.77

附件 5 各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[7] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[8] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[7] 一季度取 90 天。
[8] 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债(%)＝ 经营性现金流量净额/[(期初负债总额＋期末负债总额)/2]×100%

附件 6　　中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

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，有较高违约风险。

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** 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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

附件 7　　短期债券信用等级符号和定义

A-1 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。