

浙江航民股份有限公司

**2011 年公司债券（第一期）  
2013 年跟踪信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

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>

## 浙江航民股份有限公司

### 2011年公司债券（第一期）2013年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券跟踪信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：21个月

债券剩余规模：3亿元

担保方式：保证担保

担保方：浙江航民实业集团有限公司

评级日期：2013年06月27日

评级结论：

上次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：34个月

债券剩余规模：3亿元

担保方式：保证担保

担保方：浙江航民实业集团有限公司

评级日期：2012年05月10日

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2012年3月发行的3亿元公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）2013年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

#### 主要财务指标：

项目	2013年3月	2012年	2011年	2010年
总资产（万元）	287,328.62	281,561.09	235,159.45	213,894.34
归属于母公司所有者权益（万元）	183,776.45	178,593.88	159,273.01	140,914.95
资产负债率	28.32%	28.05%	22.58%	24.02%
流动比率	2.92	3.05	2.21	2.13
速动比率	2.59	2.66	1.83	1.77
营业收入（万元）	54,389.00	254,791.48	243,337.93	224,699.77
营业利润（万元）	7,332.45	38,395.09	36,187.52	33,580.45
利润总额（万元）	7,460.31	39,440.86	37,577.13	33,515.61
综合毛利率	22.53%	23.23%	21.56%	20.06%
总资产回报率	-	16.28%	17.14%	17.03%
EBITDA（万元）	-	56,796.06	52,741.91	48,698.08
EBITDA 利息保障倍数	-	21.61	58.80	63.78
经营活动现金流净额（万元）	11,779.17	41,073.06	21,315.53	36,990.24

资料来源：公司审计报告

### 正面：

- 公司经营较为稳定，营业收入和综合毛利率有所增长；
- 公司经营活动现金流表现较好，目前负债率不高，债务压力不大；
- 由浙江航民实业集团有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券的偿付起到一定的保障作用。

### 关注：

- 国内纺织行业需求增长放缓，印染纺织企业经营压力加大，公司面临一定的行业下行风险；
- 受海运行业周期性影响，目前公司运输小幅亏损；
- 如果行业环保标准提高，公司目前在环保方面的优势将受到挑战；
- 各个业务板块形成了以印染纺织为带动的产业链条，其他各板块对印染纺织依赖较大，易受主业经营状况影响；
- 公司研发费用投入较大，同时债券发行使财务费用增加，期间费用率有所提高；
- 公司有息负债规模有所增加，债务压力有一定增加；
- 公司面临劳动力成本上升和原料价格波动压力较大，增加了公司成本控制压力。

### 分析师

姓名：王洪超 刘书芸

电话：021-51035670

邮箱：wanghch@pyrating.cn

## 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，公司获准公开发行面值不超过人民币 5.5 亿元公司债券。2012 年 3 月 22 日，公司公开发行第一期 3 亿元公司债券(以下简称“本期债券”)，发行期限为 3 年，募集资金总额为人民币 3 亿元，募集资金净额 29,625 万元。

本期债券起息日为 2012 年 3 月 22 日，采用单利按年计息，不计复利，票面利率 6.80%。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 2013 年至 2015 年每年的 3 月 22 日。本金兑付日为 2015 年 3 月 22 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。

**表1 截至2013年5月31日本期债券本息累计兑付情况**

本息兑付日期	期初本金余额 (亿元)	本金兑付/回售金 额(亿元)	利息支付(万元)	期末本金余额 (亿元)
2013年3月22日	3.00	-	2,040.00	3.00

资料来源：公司公告

本期债券发行 3 亿元，截至 2013 年 3 月 30 日，本期债券募集资金 0.5 亿元用于偿还银行借款，其余全部用于补充流动资金。

## 二、发行主体概况

截至 2012 年 12 月 31 日，公司主要持股股东为浙江航民实业集团有限公司（以下简称“航民实业”）和万向集团公司，持股比例分别为 31.31% 和 19.03%，公司实际控制方为杭州萧山航民村资产经营中心。跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未发生变化。

跟踪期内，公司合并报表范围内子公司未发生变动，共 8 家子公司（详见附录四）。

截至 2013 年 3 月 30 日，公司总资产 287,328.62 万元，归属于母公司的所有者权益 183,776.45 万元，资产负债率 28.32%。2013 年 1-3 月，公司实现营业收入 54,389.00 万元，实现利润总额 7,460.31 万元，经营活动产生的现金净流净额 11,779.17 万元。2012 年度，公司实现营业收入 254,791.48 万元，实现利润总额 39,440.86 万元，经营活动产生的现金净流净额 41,073.06 万元。

### 三、经营与竞争

#### 跟踪期内，公司业务保持增长，经营状况总体稳定

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。跟踪期内，公司主营业务稳步增长，2012年实现主营业务收入254,212.43万元，同比增长4.68%。纺织业务类（包括印染及印染纺织、织造布和非织造布）实现营业收入222,361.55万元，同比增长5.30%；电力蒸汽业务实现收入59,395.37万元，同比下降0.02%；煤炭贸易业务实现销售收入41,500.51万元，同比增长39.04%。运输和工业用水业务收入有不同幅度的增长。截至2012年，公司主营业务收入结构未发生明显变化，纺织业务收入占主营业务收入的67.46%、电力蒸汽收入占18.02%、煤炭销售收入占12.59%。

毛利率方面，纺织业务和煤炭贸易业务毛利率小幅增长，电力蒸汽业务毛利率增幅较大。总体来看，公司业务稳定增长，纺织业务收入是公司的主要收入来源，业务结构稳定，整体状况稳定。

表2 近三年来公司主营业务收入情况<sup>1</sup>（单位：万元）

产品名称	2012年		2011年		2010年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
纺织业务收入	222,361.55	20.41%	211,170.09	19.61%	181,629.00	18.63%
电力、蒸汽收入	59,395.37	21.73%	59,406.53	16.74%	54,560.84	15.72%
燃煤销售收入	41,500.51	2.55%	29,848.34	2.44%	22,865.65	0.20%
运输收入	5,518.56	-12.96%	4,102.68	-0.72%	4,607.91	19.50%
工业用水	851.88	10.35%	739.68	8.51%	763.00	10.48%
染料收入	-	-	-	-	9,231.95	12.61%
<b>小计</b>	<b>329,627.87</b>	<b>17.82%</b>	<b>305,267.32</b>	<b>17.07%</b>	<b>273,658.36</b>	<b>16.30%</b>
抵销	75,415.45	-	62,426.11	-	49,578.46	-
<b>抵销后小计</b>	<b>254,212.43</b>	<b>23.11%</b>	<b>242,841.21</b>	<b>21.42%</b>	<b>224,079.90</b>	<b>19.92%</b>

资料来源：公司年报

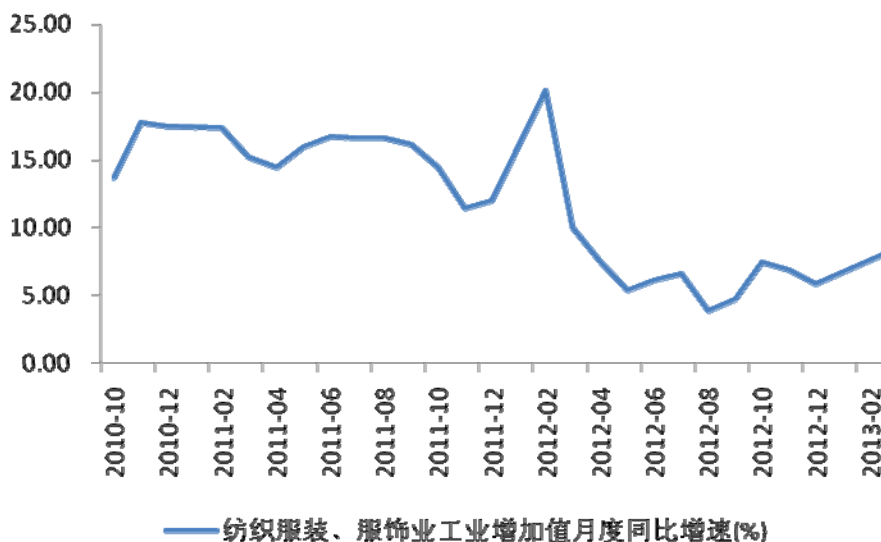
公司纺织业务总体上保持了稳定增长，毛利率相对稳定。但受行业环境影响，纺织业务收入增长放缓，面临一定的行业下行风险

跟踪期内，世界经济在谷底徘徊，外需不足；国内经济下行压力增加，内需增长有限。纺织行业需求增长放缓，工业增加值增速随之下降，其中2012年二三季度纺织服装、服装

<sup>1</sup> 按照抵消前主营业务收入进行计算。

工业增加值下滑较为明显，第四季度逐渐回升。整体来看纺织行业运行环境不佳。

图1 2010年10月份以来纺织服装、服饰工业增加值同比增长情况



资料来源：wind

此外，近年来我国对纺织行业的环保标准逐步提高，加大了落后产能淘汰力度。根据工信部下发的《关于下达 2012 年 19 个工业行业淘汰落后产能目标任务的通知》要求，2012 年 7 月工信部公告了 2012 年印染行业淘汰落后产能企业名单（第一批）。2012 年印染行业淘汰落后产能 28.9 亿米，涉及企业 176 家，占全国产能的 5%左右。同时，行业新增产能受到审批限制。受此影响，印染行业产能进一步优化，行业集中度逐渐提高。

面对复杂的经营环境，公司提高生产设备的技术水平，提高生产效率并提高排污标准。钱江印染化工有限公司染料化工改印染的两个车间竣工投产、印染分公司第二个车间整体改造逐步完成。使得公司在产品质量、节能减排及生产效率方面的到加强，近年来公司产能产量皆有所提升，利于公司发挥规模优势。目前公司产能规模较大，在行业内处于优势地位，在上述因素综合影响下，公司销量保持增长，2012 年为 92,165 万米。实现纺织业务收入 222,361.55 万元，收入保持增长，但增幅略有下降，同比增长 5.3%，较 2011 年 16.26% 的增幅有明显下降。公司毛利率保持了小幅增长的态势，总体上较为稳定。综合来看，公司纺织业务总体上保持了稳定增长，毛利率相对稳定。但受行业环境影响，收入增长放缓。

表3 近三年来公司纺织业务收入情况（单位：万元）

产品名称	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
印染及印染纺织品收入	192,840.91	21.35%	179,093.48	20.87%	156,872.49	20.16%

非织造布收入	16,139.81	11.68%	20,300.57	12.80%	17,777.91	12.49%
织造布收入	13,380.83	17.47%	11,776.04	12.05%	6,978.60	-0.19%
<b>合计</b>	<b>222,361.55</b>	<b>20.41%</b>	<b>211,170.09</b>	<b>19.61%</b>	<b>181,629.00</b>	<b>18.63%</b>

资料来源：公司年报

产能方面，公司是浙江省纺织印染龙头企业之一，公司产业配套完善和生产规模集中，印染能力较大。2012 年公司中高档面料印染项目投产，该项目新增印染产能 7,200 万米/年，另外公司通过对现有生产线技术改造等措施提高生产效率，2012 年公司理论印染产能提高至 99,000 万米/年。

**表4 近三年来公司印染及印染纺织业务产销情况（单位：万米）**

项目	2012 年	2011 年	2010 年
理论产能	99,000	91,000	80,000
产量	92,165	86,153	77,509
销量	92,165	86,153	77,509

资料来源：公司提供

**电力、蒸汽和煤炭等配套业务是公司收入的重要补充，具有一定的配套的产业优势；但随着环保排污等标准提高，公司面临一定的环保政策风险**

电力、蒸汽和煤炭销售业务是印染纺织的配套产业，是公司主营业务收入的重要补充。近年来电力、蒸汽和煤炭销售收入占主营业务收入的 30%左右（按抵消前计算）。

跟踪期内，电力、蒸汽收入基本稳定，但毛利率增幅较大，一方面是煤炭等能源价格下降导致生产成本降低，另一方是调整热电机组运行方式，提高了热能效率。公司所发电力绝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 67.99%，部分用于满足瓜沥临港工业园区和江东工业园区企业需求。

跟踪期内，公司煤炭销售业务规模增加较为明显，主要是通过增加煤炭贸易量，降低公司自用煤炭采购成本。2012 年公司煤炭采购量 80 多万吨，其中 70% 以上用于企业电力、蒸汽业务及印染纺织子公司。

**表5 近年来公司煤炭购销情况（单位：吨、元/吨）**

项目	2012 年	2011 年	2010 年
采购量	808,585	428,992	346,809
采购均价	623.85	678.52	652.12
销售量	233,717	70,547	84,060
自用量	574,868	358,445	262,749

资料来源：公司提供

除电力、蒸汽和煤炭贸易业务外，航运和工业用水也属于印染纺织配套业务，对收入贡献较小。目前已形成了以印染为主业，热电、织造、航运配套发展的产业链。具有印染、热电、煤炭配套的产业优势，但其他各板块对印染纺织依赖较大，易受主业经营状况影响。

考虑到目前节能降耗以及环保标准不断提高的情况，公司所从事的印染纺织及热电业务易受相关政策影响。如相关标准提高，公司目前所具有的环保优势将受到挑战。同时，为了达到更高的要求 and 标准，公司将在技改排放等方面的投入较大，将在一定程度增加公司的经营成本。

#### **受到海运行业周期性影响，目前公司海运业务小幅亏损**

2012 年海运行业整体持续低迷，运费价格指数低位徘徊。公司运输业务收入规模下降并出现亏损。目前公司拥有自有散货船三艘，总载重吨位 6.58 万吨。主要用于沿海贸易，其中一部分运力用于公司购买煤炭的运输，目前以单次航运合同为主，主要运营渤海湾至江浙航线。由于目前运费价格较低，货源不足，以及维持船队成本较高，公司业务出现亏损。对此，公司积极寻找货源，提高航次效率，减少亏损。在海运行业整体状况不变的情况下，公司海运业务盈利能力难以改观。

## **四、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（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2010-2012 年的审计报告，以及公司 2013 年第一季度报告，上述报告均按照新会计准则编制。截至 2012 年 12 月 31 日，纳入公司合并报表范围的子公司共计 8 家（详见附录四），合并报表范围未发生变动。

### **财务分析**

#### **资产结构与质量**

##### **公司资产逐渐增长，整体流动性一般**

截至 2012 年 12 月 31 日，公司总资产规模 287,328.62 万元，较 2011 年末增长 19.37%。目前公司资产结构中非流动资产为主。公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收

账款和存货构成。截至 2012 年 12 月 31 日，公司货币资金余额为 46,779.68 万元，其中 1,320 万元为银行承兑汇票保证金，流动性受限。应收票据全部为银行承兑汇票，应收账款主要为应收客户的货款，从账龄结构来看，1 年期以内的应收账款占比 99% 以上。随着业务规模扩大，应收票据和应收账款规模有所增长。公司存货主要由原料构成。公司主要以订单加工的形式进行生产，受棉花及纺织品价格波动影响较小，存货跌价风险不大。

非流动资产主要有固定资产和其他非流动资产构成，作为印染纺织企业，公司的固定资产规模较大，主要由专用设备和厂房构成，成新率在 56% 左右，截至 2012 年末，航民富春号散货船用于抵押。其他非流动资产主要为委托贷款。公司与中国农业银行股份有限公司杭州瓜沥支行（以下简称农行瓜沥支行）、杭州萧山瓜沥镇城建投资开发有限公司（以下简称瓜沥城投公司）分别于 2012 年 8 月 31 日和 2012 年 9 月 29 日签订的委托贷款合同，公司通过农行瓜沥支行向瓜沥城投公司提供贷款 6,000 万元（期限为 2012 年 8 月 31 日至 2014 年 8 月 30 日）和 9,000 万元（期限为 2012 年 9 月 29 日至 2014 年 9 月 28 日），并按 9% 的年利率按月结息。上述款项由杭州萧山城区建设有限公司提供连带责任担保。另外，公司无形资产主要由土地构成，账面价值不大，其中 2003 年取得的土地面积为 38.89 万平方米，主要为工业用地。

**表6 2011-2013年3月公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2013年3月		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产合计</b>	<b>122,489.13</b>	<b>42.63%</b>	<b>115,230.69</b>	<b>40.93%</b>	<b>94,601.63</b>	<b>40.23%</b>
货币资金	53,729.77	18.70%	46,779.68	16.61%	29,521.89	12.55%
应收票据	27,358.93	9.52%	32,429.28	11.52%	29,391.66	12.50%
应收账款	18,842.68	6.56%	15,598.49	5.54%	13,129.57	5.58%
存货	13,643.04	4.75%	14,769.95	5.25%	16,474.43	7.01%
<b>非流动资产合计</b>	<b>164,839.49</b>	<b>57.37%</b>	<b>166,330.41</b>	<b>59.07%</b>	<b>140,557.82</b>	<b>59.77%</b>
固定资产	136,341.39	47.45%	136,882.77	48.62%	123,242.33	52.41%
其他非流动资产	16,598.82	5.78%	17,671.79	6.28%	-	-
无形资产	7,042.24	2.45%	7,174.60	2.55%	7,281.80	3.10%
<b>资产总计</b>	<b>287,328.62</b>	<b>100.00%</b>	<b>281,561.09</b>	<b>100.00%</b>	<b>235,159.45</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：审计报告

## 盈利能力

公司具有一定的规模和产业配套优势，面对市场需求放缓情况，公司收入保持稳步增长，盈利能力相对稳定；但利息支出等期间费用增加对公司盈利能力构成一定的负面影响

跟踪期内，公司收入规模稳步增长，2012年实现营业收入254,791.48万元，同比增长4.71%，其中纺织业务收入同比增长5.30%。2013年1-3月实现营业收入54,389.00万元。另外，依靠公司目前印染为主，纺织、热电、煤炭等产业互补形成的配套产业优势，在一定程度上提高了公司的毛利率水平。2012年公司综合毛利为23.23%。从生产成本构成方面来看，随着职工薪酬等各方面支出增加，公司人工成本增长较快，2012年直接人工成本增长18.85%，超过营业收入增速。公司从事的印染纺织业务具有劳动密集型的特点，随着职工薪酬标准的提高，公司面临一定的劳动用工成本上升风险。公司生产经营所需的染料和煤炭等直接材料市场价格具有不稳定性，染料助剂等受原油价格波动影响，煤炭价格则逐渐下跌。考虑到石油煤炭等资源价格具有一定的不稳定性，公司存在一定的原材料价格波动风险。

**表7 2011-2012年公司生产成本构成情况（单位：万元）**

项目	2012年		2011年	
	生产成本	比例	生产成本	比例
直接材料	168,003.39	62.02%	161,000.65	63.27%
直接人工	32,387.84	11.96%	27,251.15	10.71%
制造费用	70,509.83	26.03%	66,224.06	26.02%
<b>合计</b>	<b>270,901.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>254,475.85</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司年报

跟踪期内，公司期间费用率有所提高，主要是管理费用和财务费用增加较为明显，管理费用以研发费用为主。财务费用随本期公司债券发行，利息支出增加而增长，期间费用率有所提高。受营业收入和综合毛利率小幅增加以及期间费用率提高影响，公司盈利规模增幅不大。

**表8 2011-2012年及2013年1-3月公司主要盈利指标及变化情况（单位：万元）**

项目	2013年1-3月	2012年	2011年
营业收入	54,389.00	254,791.48	243,337.93
营业利润	7,332.45	38,395.09	36,187.52
利润总额	7,460.31	39,440.86	37,577.13
净利润	5,819.31	31,897.74	29,989.57
综合毛利率	22.53%	23.23%	21.56%
期间费用率	8.37%	7.45%	5.87%

总资产回报率	-	16.28%	17.14%
--------	---	--------	--------

资料来源：审计报告

## 现金流

### 公司经营活动现金生成能力较为稳定，经营活动现金流表现较好

跟踪期内，公司净利润保持增长，2012 年实现净利润 31,897.74 万元，同比增长 10.09%。公司经营所得现金（FFO）随之增长，2012 年经营活动现金流较 2011 年明显增长。公司投资活动现金流量较 2011 年就较大的幅度的流出，主要是 2012 年公司通过农行瓜沥支行向瓜沥城投公司分两期提供委托贷款所致，委托贷款合计 1.5 亿元。筹资活动方面，2012 年公司公开发行 3 亿元公司债券，收到现金 29,625 万元，导致当年筹资活动现金流表现为净流入。

**表9 2011-2012年公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2012 年	2011 年
<b>净利润</b>	<b>31,897.74</b>	<b>29,989.57</b>
非付现费用	14,759.80	14,510.14
非经营损益	2,567.25	2,344.31
<b>FFO</b>	<b>49,224.80</b>	<b>46,844.02</b>
<b>营运资本变化</b>	<b>-7,304.40</b>	<b>-24,561.57</b>
其中：存货减少（减：增加）	1,708.24	-1,736.07
经营性应收项目的减少（减：增加）	-13,788.14	-23,382.19
经营性应付项目增加（减：减少）	4,775.50	556.69
其他	-847.34	-966.92
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>41,073.06</b>	<b>21,315.53</b>
<b>投资活动的现金流量净额</b>	<b>-36,301.12</b>	<b>-16,645.65</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>11,905.60</b>	<b>-11,926.35</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>16,675.09</b>	<b>-7,284.79</b>

资料来源：审计报告

## 资本结构与财务安全性

### 公司负债水平不高，负债结构有所改善，整体债务压力不大

跟踪期内，公司经营情况稳定，随着利润增长，公司所有者权益增加，截至 2013 年 3 月公司所有者权益增至 205,965.32 万元。2012 年公司公开发行债券（本期债券），导致非流动负债显著增长，公司负债结构优化，2013 年 3 月公司负债总额增至 81,363.30 万元。

截至 2013 年 3 月 31 日公司产权比为 39.50%。

**表10 2011-2013年3月公司资本构成情况（单位：万元）**

项目	2013年3月	2012年	2011年
负债总额	81,363.30	78,965.08	53,098.42
其中：流动负债	41,992.57	37,744.85	42,742.18
非流动负债	39,370.74	41,220.23	10,356.24
所有者权益	205,965.32	202,596.01	182,061.04
产权比	39.50%	38.98%	29.17%

资料来源：审计报告

流动负债主要由短期借款、应付账款、应付职工薪酬和应交税费构成。跟踪期内，公司以本期债券募集资金偿还银行借款，截至 2012 年底，公司短期银行借款减少至 6,900 万元，较 2011 年显著下降。应付账款主要是应付原料采购款和工程设备款。非流动负债主要由应付债券和其他非流动负债构成，公司于 2012 年 3 月公开发行 3 亿元公司债券，票面利率 6.80%，债券期限 3 年。其他非流动负债主要是一次性蒸汽入网费 1,379.91 万元和政府补助 6,708.24 万元。

**表11 2011-2013年3月公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2013年3月		2012年		2011年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	41,992.57	51.61%	37,744.85	47.80%	42,742.18	80.50%
短期借款	6,700.00	8.23%	6,900.00	8.74%	11,540.00	21.73%
应付账款	10,798.15	13.27%	11,912.80	15.09%	12,946.26	24.38%
应付职工薪酬	10,834.85	13.32%	9,721.88	12.31%	8,159.17	15.37%
应交税费	6,581.75	8.09%	5,364.61	6.79%	6,733.27	12.68%
非流动负债合计	39,370.74	48.39%	41,220.23	52.20%	10,356.24	19.50%
应付债券	29,831.17	36.66%	31,332.09	39.68%	-	-
其他非流动负债	7,964.56	9.79%	8,088.14	10.24%	7,656.24	14.42%
负债合计	81,363.30	100.00%	78,965.08	100.00%	53,098.42	100.00%

资料来源：审计报告

跟踪期内，公司主要财务指标变化较大。随着负债规模增长及负债结构调整，负债率有所提高，为 28.05%，负债水平不高；流动比率和速动比率均有显著改善；公司债券发行导致 2012 年利息支出增加较大，利息保障倍数有所下滑。

**表12 2011-2013年3月主要偿债指标情况**

偿债能力	2013年3月	2012年	2011年
资产负债率	28.32%	28.05%	22.58%
流动比率	2.92	3.05	2.21
速动比率	2.59	2.66	1.83
EBITDA 利息保障倍数	-	21.61	58.80

资料来源：审计报告

## 五、本期债券担保分析

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

本期债券由航民实业提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。截至 2012 年 12 月 31 日，航民实业纳入合并范围的子公司共计 27 家。截至 2012 年 12 月 31 日，航民实业总资产 515,965.74 万元，其中归属于母公司的所有者权益 91,690.07 万元，资产负债率为 50.80%，2012 年航民实业实现营业收入 788,182.03 万元，利润总额 42,360.75 万元，经营活动现金流净额 35,789.94 万元。

**表13 航民实业主要财务数据（单位：万元）**

项目	2012年	2011年	2010年
总资产	515,965.74	442,576.90	397,305.14
归属于母公司所有者权益	91,690.07	82,568.67	71,664.20
资产负债率	50.80%	48.61%	49.22%
流动比率	1.46	1.28	1.28
速动比率	0.89	0.79	0.75
营业收入	788,182.03	742,363.91	564,305.68
营业利润	39,959.26	43,726.38	35,815.89
利润总额	42,360.75	45,262.99	35,624.36
综合毛利率	9.46%	9.30%	10.40%
总资产回报率	10.89%	12.95%	11.00%
EBITDA	70,195.45	71,795.23	59,215.22
EBITDA 利息保障倍数	7.14	7.86	9.62
经营活动现金流净额	35,789.94	50,710.01	47,896.30

资料来源：航民实业审计报告

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。跟踪期内，航民实业的收入来源主要为纺织业务、金银首饰销售和稀贵金属销售收入。收入

来源多元化，利于减少行业波动对公司的影响。跟踪期内，主要业务较为稳定，毛利率变化不大。

**表14 2011-2012年航民实业主营业务收入情况（单位：万元）**

项目	2012年		2011年	
	主营业务收入	毛利率	主营业务收入	毛利率
纺织业务收入	222,683.84	20.39%	212,835.21	19.48%
金银首饰收入	414,157.28	2.56%	369,780.79	2.59%
稀贵金属收入	110,448.10	1.58%	111,812.65	1.81%
电力/蒸汽收入	59,395.37	21.73%	59,406.53	98.68%
燃煤销售收入	47,197.13	2.51%	35,227.35	2.29%
餐旅店营业收入	7,705.60	14.23%	8,607.41	20.23%
旅游服务收入	1,782.86	7.33%	1,504.49	9.96%
橡胶内胎销售收入	10,037.06	18.96%	9,165.62	17.61%
其他	7,225.59	-9.38%	6,092.17	-796.08%
<b>小计</b>	<b>880,632.83</b>	<b>8.44%</b>	<b>814,432.22</b>	<b>8.29%</b>
减：抵消	93,152.28	-	74,201.92	-
<b>合计</b>	<b>787,480.54</b>	<b>9.40%</b>	<b>740,230.30</b>	<b>9.05%</b>

资料来源：航民实业审计报告

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。

## 六、评级结论

2012年我国宏观经济增速放缓，市场需求增长有限。纺织行业工业增加值增速明显下降，行业内企业经营压力加大。跟踪期内，面对复杂的经营环境，公司提高生产设备的技术水平，提高生产效率并提高排污标准。公司保持了纺织业务收入的增长，同时毛利率较为平稳。目前公司资金较为充足，现金流状况较为稳定。短期内偿债压力不大。另外，较为完善的配套产业和生产基地相对集中的优势，也增强了公司成本控制能力。总体来看，公司业务逐渐增长，整体状况稳定。但考虑到宏观经济状况及行业环境，公司仍面临一定的行业下行风险。

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

**附录一 资产负债表（单位：万元）**

项目	2012年3月	2012年	2011年	2010年
货币资金	53,729.77	46,779.68	29,521.89	36,711.38
应收票据	27,358.93	32,429.28	29,391.66	16,204.77
应收账款	18,842.68	15,598.49	13,129.57	10,343.30
预付款项	8,188.46	4,891.08	5,873.04	9,235.18
应收利息	37.50	37.50	-	-
其他应收款	391.75	350.22	211.04	147.11
存货	13,643.04	14,769.95	16,474.43	14,773.44
其他流动资产	297.00	374.48	-	18.05
流动资产合计	122,489.13	115,230.69	94,601.63	87,433.23
固定资产	136,341.39	136,882.77	123,242.33	113,809.64
在建工程	4,324.69	4,073.85	9,481.52	4,141.17
无形资产	7,042.24	7,174.60	7,281.80	6,672.74
长期待摊费用	169.60	176.24	245.73	330.69
递延所得税资产	362.75	351.14	306.44	1,506.87
其他非流动资产	16,598.82	17,671.79	-	-
非流动资产合计	164,839.49	166,330.41	140,557.82	126,461.11
资产总计	287,328.62	281,561.09	235,159.45	213,894.34
短期借款	6,700.00	6,900.00	11,540.00	8,660.00
交易性金融负债	-	-	29.49	-
应付票据	3,064.00	1,710.00	1,130.00	-
应付账款	10,798.15	11,912.80	12,946.26	11,435.04
预收款项	911.12	1,174.03	1,032.52	826.28
应付职工薪酬	10,834.85	9,721.88	8,159.17	8,086.68
应交税费	6,581.75	5,364.61	6,733.27	7,190.28
应付利息	18.15	14.79	26.98	17.14
应付股利	2,150.00	-	-	240.00
其他应付款	934.54	946.73	1,144.48	4,508.96
流动负债合计	41,992.57	37,744.85	42,742.18	40,964.38
长期借款	1,575.00	1,800.00	2,700.00	3,600.00
应付债券	29,831.17	31,332.09	-	-
其他非流动负债	7,964.56	8,088.14	7,656.24	6,816.45
非流动负债合计	39,370.74	41,220.23	10,356.24	10,416.45
负债合计	81,363.30	78,965.08	53,098.42	51,380.82
实收资本（或股本）	42,354.00	42,354.00	42,354.00	42,354.00

资本公积	31,659.84	31,659.84	31,518.83	31,463.47
盈余公积	13,111.85	13,111.85	11,012.36	8,980.30
未分配利润	96,650.76	91,468.19	74,387.82	58,117.19
归属于母公司所有者权益合计	183,776.45	178,593.88	159,273.01	140,914.95
少数股东权益	22,188.87	24,002.13	22,788.03	21,598.56
所有者权益合计	205,965.32	202,596.01	182,061.04	162,513.52
负债和所有者权益总计	287,328.62	281,561.09	235,159.45	213,894.34

**附录二 利润表（单位：万元）**

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
营业总收入	54,389.00	254,791.48	243,337.93	224,699.77
其中：营业收入	54,389.00	254,791.48	243,337.93	224,699.77
二、营业总成本	47,375.15	216,778.62	207,120.92	191,119.33
其中：营业成本	42,135.40	195,602.37	190,879.16	179,631.72
营业税金及附加	470.84	2,014.49	1,682.52	1,067.01
销售费用	903.74	3,669.13	3,375.05	3,685.47
管理费用	3,153.93	13,376.21	10,313.57	6,515.88
财务费用	496.22	1,943.18	599.39	513.03
资产减值损失	215.02	173.24	271.23	-293.78
加：公允价值变动收益	-	29.49	-29.49	-
投资收益	318.60	352.74	-	-
三、营业利润	7,332.45	38,395.09	36,187.52	33,580.45
加：营业外收入	434.97	1,986.39	2,445.23	1,413.82
减：营业外支出	307.11	940.62	1,055.62	1,478.65
其中：非流动资产处置损失	-	540.28	545.28	1,013.34
四、利润总额	7,460.31	39,440.86	37,577.13	33,515.61
减：所得税费用	1,641.00	7,543.12	7,587.56	6,273.72
五、净利润	5,819.31	31,897.74	29,989.57	27,241.89

**附录三--1 现金流量表（单位：万元）**

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	54,436.25	223,429.77	204,485.03	197,634.65
收到的税费返还	16.00	423.48	568.98	386.86
收到其他与经营活动有关的现金	290.23	1,157.70	1,038.32	694.07
经营活动现金流入小计	54,742.47	225,010.96	206,092.33	198,715.59
购买商品、接受劳务支付的现金	28,794.00	112,214.84	125,532.49	111,036.60
支付给职工以及为职工支付的现金	8,621.41	40,566.77	34,039.51	29,252.32
支付的各项税费	5,038.97	27,170.54	21,755.71	19,216.23
支付其他与经营活动有关的现金	508.92	3,985.74	3,449.11	2,220.21
经营活动现金流出小计	42,963.30	183,937.90	184,776.81	161,725.35
经营活动产生的现金流量净额	11,779.17	41,073.06	21,315.53	36,990.24
二、投资活动产生的现金流量：	-	-	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	527.77	800.11	433.21	1,735.86
收到其他与投资活动有关的现金	519.72	2,041.63	1,887.59	7,170.87
投资活动现金流入小计	1,047.49	2,841.74	2,320.81	8,906.74
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,931.10	23,942.86	18,966.46	18,948.60
投资支付的现金	-	-	-	450.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	-	8,314.94
支付其他与投资活动有关的现金	129.00	15,200.00	-	-
投资活动现金流出小计	3,060.10	39,142.86	18,966.46	27,713.54
投资活动产生的现金流量净额	-2,012.61	-36,301.12	-16,645.65	-18,806.80
三、筹资活动产生的现金流量：	-	-	-	-
取得借款收到的现金	3,800.00	13,500.00	17,621.10	13,950.00
发行债券收到的现金	-	29,625.00	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	-	3,929.91
筹资活动现金流入小计	3,800.00	43,125.00	17,621.10	17,879.91
偿还债务支付的现金	4,025.00	19,040.00	14,628.14	19,400.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,478.47	11,165.57	10,959.32	9,493.18
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	300.00	1,575.00	2,598.75	2,460.00
支付其他与筹资活动有关的现金	-	1,013.83	3,960.00	-
筹资活动现金流出小计	6,503.47	31,219.40	29,547.45	28,893.18
筹资活动产生的现金流量净额	-2,703.47	11,905.60	-11,926.35	-11,013.27

四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-0.00	-2.45	-28.31	-27.48
五、现金及现金等价物净增加额	7,063.09	16,675.09	-7,284.79	7,142.69
加：期初现金及现金等价物余额	45,459.68	28,784.59	36,069.38	28,926.69
六、期末现金及现金等价物余额	52,522.77	45,459.68	28,784.59	36,069.38

**附录三--2 现金流量补充资料（单位：万元）**

项目	2012年	2011年	2010年
净利润	31,897.74	29,989.57	27,241.89
加：资产减值准备	61.88	212.81	-875.19
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	14,100.48	13,564.09	13,669.77
无形资产摊销	557.43	618.80	654.40
长期待摊费用摊销	69.49	84.96	94.81
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	328.99	315.56	482.87
固定资产报废损失	18.95	26.36	-
公允价值变动损失	-29.49	29.49	-
财务费用	2,616.76	801.96	735.00
投资损失	-352.74	-	-
递延所得税资产减少	-44.70	1,200.42	-1,042.29
存货的减少	1,708.24	-1,736.07	-1,112.23
经营性应收项目的减少	-13,788.14	-23,382.19	-3,004.11
经营性应付项目的增加(	4,775.50	556.69	258.42
其他	-847.34	-966.92	-113.10
经营活动产生的现金流量净额	41,073.06	21,315.53	36,990.24
现金的期末余额	45,459.68	28,784.59	36,069.38
减：现金的期初余额	28,784.59	36,069.38	28,926.69
现金及现金等价物净增加额	16,675.09	-7,284.79	7,142.69

**附录四 截至 2012 年 12 月 31 日公司合并范围内子公司情况（单位：万元）**

子公司全称	子公司类型	注册资本	经营范围	持股比例
杭州航民热电有限公司	控股子公司	5,500	火力发电，蒸汽	80%
杭州航民达美染整有限公司	控股子公司	1,900（美元）	高档棉布、麻布及混纺织物的印染、加工	75%
杭州航民美时达印染有限公司	控股子公司	750（美元）	高档棉布、麻布及混纺织物的印染、加工	75%
浙江航民海运有限公司	控股子公司	8,000	国内沿海、长江中下游及珠江水系普通货船运输	80%
杭州钱江印染化工有限公司	控股子公司	1,300（美元）	生产、销售分散性染料及化纤面料，化纤织物印染、整理加工	70%
杭州澳美印染有限公司	控股子公司	1,000（美元）	化纤、混纺织物的印染、整理	70%
杭州萧山航民污水处理有限公司	全资子公司	1,000	污水处理、工业用水处理	100%
杭州萧山航民非织造布有限公司	全资子公司	3,000	生产、销售非织造布、无纺布	100%

## 附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{主营业务收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	扣除预收账款后的资产负债率	$(\text{总负债} - \text{预收账款}) / (\text{总资产} - \text{预收账款}) \times 100\%$
	产权比率	$\text{总负债} / \text{所有者权益} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
	FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} - \text{非经营收益}$

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人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 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。