

## 际华集团股份有限公司

### 公开发行 2020 年公司债券（第一期）信用评级报告

---

项目负责人：向 岚 [lxiang@ccxi.com.cn](mailto:lxiang@ccxi.com.cn)

项目组成员：杨笑天 [xyang@ccxi.com.cn](mailto:xyang@ccxi.com.cn)

孙 抒 [shsun@ccxi.com.cn](mailto:shsun@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 5 月 15 日

向岚  
杨笑天  
孙抒

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]1531D 号

## 际华集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“际华集团股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月十五日

**发行要素**

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
际华集团股份有限公司	不超过 15 亿元 (含 15 亿元)	3+2 年, 附第三年末公司调整票面利率选择权 和投资者回售选择权	每年付息一次, 到期 一次还本付息	偿还公司债券; 补充 流动资金

**评级观点:** 中诚信国际评定际华集团股份有限公司 (以下简称“际华集团”或“公司”) 的主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“际华集团股份有限公司公开发行 2020 年公司债券 (第一期)”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了股东背景雄厚、行业地位突出、规模优势显著、财务结构较为稳健以及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时, 中诚信国际关注到市场竞争激烈、主营业务盈利能力弱化、盈利依赖非经常性损益以及存在一定的资本支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

**概况数据**

际华集团 (合并口径)	2017	2018	2019	2020.3
总资产 (亿元)	313.95	317.10	311.97	311.94
所有者权益合计 (亿元)	190.15	181.17	180.88	181.03
总负债 (亿元)	123.79	135.93	131.10	130.91
总债务 (亿元)	54.54	64.15	61.18	61.35
营业总收入 (亿元)	254.40	226.77	211.54	25.99
净利润 (亿元)	7.57	-0.78	0.55	0.21
EBIT (亿元)	12.86	3.85	4.18	--
EBITDA (亿元)	17.27	8.53	8.63	--
经营活动净现金流 (亿元)	-26.64	5.11	18.86	-3.31
营业毛利率 (%)	7.75	8.81	8.81	17.29
总资产收益率 (%)	4.41	1.22	1.33	--
资产负债率 (%)	39.43	42.87	42.02	41.97
总资本化比率 (%)	22.29	26.15	25.27	25.31
总债务/EBITDA (X)	3.16	7.53	7.09	--
EBITDA 利息倍数 (X)	7.39	2.58	3.07	--

注: 中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

**正面**

- **股东背景雄厚。** 公司控股股东新兴际华集团有限公司 (以下简称“新兴际华集团”) 是受国务院国有资产监督管理委员会 (以下简称“国务院国资委”) 直接监管的中央企业, 股东背景雄厚, 能为公司经营发展提供一定支撑。
- **行业地位突出, 规模优势显著。** 公司是中国军队和武警部队军需品采购的核心供应商, 在军需品市场中占有 60% 左右的份

额。公司是中国最大的军需品、职业装、职业鞋靴研发和生产基地, 规模优势显著。

- **财务结构较为稳健。** 截至 2020 年 3 月末, 公司资产负债率和总资本化比率分别为 41.97% 和 25.31%, 处于较低水平, 且公司债务以长期为主, 财务结构相对稳健。

- **融资渠道畅通。** 截至 2020 年 3 月末, 公司共获得各家银行授信额度合计人民币 61.55 亿元, 未使用额度 54.14 亿元。公司作为 A 股上市公司, 直接融资渠道畅通。

**关注**

- **市场竞争激烈。** 军需品市场供应采用市场化招标方式已常态化, 订单承揽难度不断增加。激烈的竞争不仅导致公司成品价格下降、盈利空间收窄, 也使得公司军需被装产品的市场占有率有所波动。

- **公司盈利主要由非经常性损益构成。** 近年来, 受公司剥离非主业资产和股权影响, 非经常性损益成为公司利润主要来源。

- **存在一定的资本支出压力。** 未来, 公司将继续推进际华园项目建设和存量土地开发建设, 整体投资规模较大, 公司存在一定的资本支出压力。

**评级展望**

中诚信国际认为, 际华集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级下调因素。** 公司盈利能力大幅恶化, 财务杠杆水平大幅提高, 流动性压力大幅升高。

**同行业比较**

纺织服装行业部分企业主要指标对比表							
公司名称	产量	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现 金流 (亿元)
上海纺织	针织面料 6,304 吨; 针织成衣 3,720 万件	501.15	66.80	46.31	842.79 <sup>1</sup>	12.57	16.27
际华集团	服装 4,845 万件; 棉布 9,172 万 米; 棉纱 20,184 吨; 皮鞋 985 万 双; 胶鞋 7,184 万双	311.97	42.02	25.27	211.54	0.55	18.86

注: “上海纺织”为“上海纺织 (集团) 有限公司”简称。上海纺织数据为 2018 年数据; 际华集团数据为 2019 年数据。

资料来源: 公开信息, 中诚信国际整理

<sup>1</sup> 2018 年上海纺织贸易业务收入为 618.82 亿元。

## 发行主体概况

际华集团股份有限公司前身为成立于 2006 年的际华轻工集团有限公司。2009 年 6 月，公司实施整体改制并启用现名，2010 年 8 月，公司在上海证券交易所上市（证券代码：601718.SH）。

截至 2020 年 3 月末，新兴际华集团直接及间接持有公司 48.20% 股份，是公司控股股东。新兴际华集团是受国务院国资委直接监管的中央企业，公司实际控制人为国务院国资委。

公司是我国最大的军需轻工产品生产制造企业，目前主要从事职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋、纺织印染和防护装具等产品的研发、生产和销售，同时开展以国内、国际贸易为主的商贸物流业务和以际华园商业综合体开发为主的商务服务业务。截至 2019 年末，公司合并范围内二级子公司共 41 家，其中比较重要的子公司包括三五零二、三五零六、三五零七、三五零九、三五二一、江源实业和国贸公司等企业。

表 1：公司合并范围内的主要子公司

主要子公司	简称
际华三五零二职业装有限公司	三五零二
际华三五零六纺织服装有限公司	三五零六
际华三五三四制衣有限公司	三五三四
际华三五零九纺织有限公司	三五零九
际华三五四二纺织有限公司	三五四二
际华三五三一实业有限公司	三五三一
际华三五五四制革制鞋有限公司	三五五四
际华三五五一皮革皮鞋有限公司	三五五一
际华三五二七橡胶制品有限公司	三五二七
际华三五三七制鞋有限责任公司	三五三七
际华三五三九制鞋有限公司	三五三九
南京际华三五二一特种装备有限公司	三五二一
青海际华江源实业有限公司	江源实业
新兴际华国际贸易有限公司	国贸公司

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 本期债券概况

公司拟发行的“际华集团股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”发行规模为不超过 15 亿元（含 15 亿元）。发行期限为 3+2 年，附第三年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券募集资金将用于偿还到期公司债券及

补充流动资金。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，

政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

**中诚信国际认为，**虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持

续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 行业及区域经济环境

**2019年，我国纺织服装行业仍处于去产能、去库存的调整转型期，加之需求疲软等因素影响，行业内企业经营压力有所加大；此外，新冠肺炎疫情短期内对行业冲击较大**

纺织服装行业是典型的竞争性与劳动密集型产业，是我国传统优势产业之一，在国民经济中处于重要地位。近年来随着国内外市场需求放缓、贸易环境更趋复杂及综合成本持续提升，我国纺织服装行业运营压力进一步加大，转型升级日趋紧迫。

从生产端来看，近年来我国纺织服装业处于去产能、去库存、产业升级的调整转型期，行业新增投资有所减少，同时主要产品产量持续下滑。《2019年纺织行业经济运行报告》数据显示，2019年纺织业和化纤业投资额同比分别减少8.9%和14.1%，服装业全年投资额实现1.8%的增长。《2019年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2019年我国布、纱产量分别为575.6亿米和2,892.1万吨，同比分别下降17.6%和6.1%，延续上年的负增长态势；同期，据中国服装协会统计，我国服装行业规模以上企业累计完成服装产量为244.72亿件，同比下降3.28%。此外，**中诚信国际关注到，**受人力成本上升及环保趋严等因素影响，近年来，纺织服装产业开始向东南亚等劳动力成本更低、税收优惠较多的地区转移。

从制造成本来看，纺织服装行业制造成本主要由原材料和劳动力成本构成，其中原材料约占70%。2019年棉市在供应持续宽松的情况下，价格涨跌主要受政策和宏观环境影响。2019年5月以来，受中美经贸摩擦反复影响，棉花价格大幅下跌，9月30日，新疆棉花现货价格创年内最低12,400元/吨，较年初降低2,840元，之后受国储棉轮入和中美贸易磋商进展积极的影响，价格平稳回升。2019年新疆棉花全年平均现货价格为14,225元/吨，同

比下降 9.6%。2020 年受新冠肺炎疫情爆发影响，下游需求大幅萎缩，棉花价格大幅下降，截至 2020 年 3 月 31 日，新疆棉花现货价格为 11,500 元/吨，较年初降低 2,070 元/吨。

图 1：2019 年以来新疆棉花现货价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，中诚信国际整理

需求方面，2019 年，我国纺织品服装内销市场增长速度有所放缓。国家统计局数据显示，2019 年我国限额以上服装鞋帽、针纺织品类商品零售额为 13,517 亿元，同比增长 2.9%，增速较 2018 年放缓 5.1 个百分点；全国线上穿着类商品零售额同比增长 15.4%，增速较上年放缓 6.6 个百分点。外需方面，近年来，受成本上升、竞争加剧、外需减弱及贸易环境风险上升影响，纺织服装行业出口形势较为严峻，根据中国海关数据，2019 年我国纺织品服装累计出口金额为 2,807 亿美元，同比减少 1.5%。

根据《2019 年纺织行业经济运行报告》统计，2019 年，我国规模以上纺织企业合计 3.5 万户，实现营业收入 49,436.4 亿元，同比减少 1.5%；实现利润总额 2,251.4 亿元，同比减少 11.6%。2019 年，我国纺织行业产成品周转率为 14.9 次/年，总资产周转率为 1.2 次/年，均较上年小幅放缓；期间费用率为 6.9%，略高于上年 0.1 个百分点，企业运营压力有所增大。

中诚信国际关注到，2020 年以来，新冠肺炎疫情爆发进一步加大了行业经营压力。疫情防控期间，区域封闭管理、交通管制、复工延迟均抑制了行业的正常生产及供应；各大商场、购物中

心以及街店等客流大幅减少抑制了线下消费，叠加消费者消费意愿下降，行业订单大幅减少。此外，生产企业还面临着较大的人工及租金等固定支出压力。2020 年 3 月以来，随着国内疫情防控取得明显成效，生产企业陆续复产复工，线下渠道销售日渐恢复。但由于新冠疫情在全球大规模爆发，海外需求严重下滑，同时供应链的稳定也受到严重影响，短期内，纺织服装行业仍面临着较大压力。

### 职业装市场需求相对稳定，市场潜力较大

职业装行业为服装行业的下属子行业。相对于整个服装行业，职业装由于其需求稳定等特点而呈现弱周期性。

军警制服市场按区域可划分为国内市场和国际市场。国内市场方面，近年来我国国防支出增长较快，我国军警职业制服根据供应标准每 2~3 年更换一次，市场需求稳定。就定价机制而言，军品采购定价方式由之前中国人民解放军审计署、总后财务部及军需物资油料部三方根据面料和工艺的复杂程度审核确定的成本加成法，逐步过渡为市场化招标，并已基本常态化，军品中标价格整体下降。在此基础上，目前军队被装供应向精准化逐步发展，逐步实现由“配发什么穿什么”转变为“需要什么选什么”的精确保障模式。2019 年部队进行军需品采购改革，大力消化库存，使得军需品市场订单数量有所下降。国际市场方面，目前，国际军品贸易由军工强国垄断，中国的军需品客户主要集中在非洲和中东地区。未来，随着中国军工实力的进一步强大，市场空间有望进一步扩大。

军警职业制服以外的职业制服市场容量较大，根据 2014 年中国服装行业协会发布的《中国职业装优势企业评价结果》统计，由国家规定统一着装行业有 19 个，每年的市场需求在 3,000~4,000 亿元，市场潜力较大。同时，银行、邮政、航空、铁路等商业性机构和学校、医院、体育等公共事业及非营利性机构等也具有较大的职业制服市场需求。职业工装方面，中国是世界上职工人数最多的国家，职

业工装年需求量超过 2,000 万套，换装的平均时间为 1~2 年，职业工装市场潜力较大。

## 业务运营

公司目前主要从事职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋、纺织印染、防护装具等产品的研发、生产和销售，开展以国内、国际贸易为主的商贸物流业务，拓展以际华园项目为主的商务服务业务。近年来，受军品订单量下降、公司主动压降低毛利订单量、贸易规模收缩等因素影响，公司主营业务收入呈逐年下降态势。

表 2：公司主要板块收入结构及占比情况（亿元、%）

收入	2017	2018	2019
职业装	37.09	38.57	34.43
纺织印染	27.15	25.01	20.78
皮革皮鞋	22.25	19.84	18.75
职业鞋靴	36.50	30.01	26.16
防护装具	21.20	21.56	19.79
贸易及其他	115.18	96.59	84.19
减：内部抵销数	8.32	7.91	9.75
<b>主营业务收入</b>	<b>251.05</b>	<b>223.07</b>	<b>194.35</b>
占比	2017	2018	2019
职业装	14.49	16.88	17.72
纺织印染	10.61	10.95	10.69
皮革皮鞋	8.69	8.68	9.65
职业鞋靴	14.26	13.13	13.46
防护装具	8.28	9.44	10.18
贸易及其他	44.99	42.28	43.32
减：内部抵销数	--	--	--
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 公司生产规模优势显著，研发能力较强；近年来受持续推进低端产品产能压减及下游订单变动影响，部分产品产能利用水平有所下滑

目前，公司是中国军队和武警部队军需品采购的核心供应商，是中国最大的军需品、职业装、职业鞋靴研发和生产基地。公司主要施行“以销定产”的订单式生产模式，委外生产较少。公司在行业内生产制造和规模优势突出，截至 2019 年末，公司共拥有 150 余条职业装生产线、43 条职业鞋靴生产线和 24 条皮鞋生产线；下属生产企业遍布在全国 23 个省、自治区和直辖市，能及时有效地覆盖市场需求。此外，新冠肺炎疫情期间，公司积极组织下属企业紧急转产医用防护服，医用防护服日产能持续升高，2020 年 2 月 28 日公司日产医用防护服 15.28 万件，占全国医用防护服产能超过 40%，截至 2020 年 4 月 28 日，公司累计产出各类防护服约 450 万件。

近年来，公司持续推进低端产品产能压减工作，职业装板块中各类服饰、职业鞋靴及橡胶大底产能下降幅度较大。同时，公司积极推动装备升级和智能化生产线改造工作，以达到提质增效目标。但中诚信国际关注到，由于订单承接量下降以及订单结构发生改变，公司部分产品的产能利用水平有所下滑。

表 3：公司主要产品产能及产能利用情况（%）

	2017		2018		2019	
	产能	产能利用率	产能	产能利用率	产能	产能利用率
<b>职业装</b>						
职业装及各类服装（万套/年）	5,000	100.00	5,603	98.23	4,253	74.54
各类服饰（万件/年）	6,000	82.45	2,813	69.90	2,047	74.81
帽子及手套（万件/年）	1,200	100.00	933	60.80	1,172	71.32
<b>职业鞋靴</b>						
职业鞋靴（万双/年）	9,000	80.07	7,521	86.98	7,437	89.26
橡胶件（吨/年）	3,400	88.24	4,228	79.38	4,000	90.05
橡胶大底（万双/年）	900	60.00	353	79.98	300	92.00
橡胶（万吨/年）	4.15	65.06	4.00	85.50	5.00	38.60
<b>皮革皮鞋</b>						
皮鞋（万双/年）	1,200	94.03	1,485	96.93	1,277	81.83

纺织印染						
纱线（吨/年）	20,000	98.24	17,843	62.62	24,456	84.44
坯布（万米/年）	10,000	91.81	5,739	95.41	9,187	96.24
印染色布（万米/年）	9,000	80.32	7,425	82.00	7,278	48.41
针织面料（吨/年）	12,000	74.97	10,000	84.81	9,288	85.38
家纺制品（万件/年）	1,200	100.00	818.52	37.18	681	89.51
防护装具						
防护制品（万件/年）	1,000	66.44	1,419	86.49	358	64.09
帐篷（万顶/年）	10	6.06	16.10	45.62	1.40	77.79
携行具（万件）	100	77.69	385	32.34	360	87.11
环保滤材（万米/年）	150	48.26	150	85.76	183	64.06
高碳铬铁合金（万吨/年）	10	34.32	10	34.60	10	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司研发实力较强，主要承担国家部委及部队课题，公司共有 2 家国家级企业技术中心分中心，1 家国家级工业设计中心，1 个博士后科研工作站，此外公司拥有多家省级研发中心。截至 2019 年末，公司拥有研发人员 1,696 人，2019 年公司研发投入 3.04 亿元。

#### 公司已基本实现原材料的集中采购，供货渠道稳定

公司主要采购的原料物资包括：棉花、纱线、面料、皮革、橡胶、鞋材、军需特种材料以及工程服务和设备等。目前，公司实行两级采购管理体系，由总部的采购中心统一对公司的采购工作进行组织、管理和监督，下属单位按照采购计划执行采购工作，2019 年公司开发了线上采购平台，当年已完成绝大部分物资采购和监督管理工作的线上化。

经过多年经营，公司与大部分原料供应商建立了稳定的合作关系，采购渠道较有保障。2019 年公司前五大供应商采购金额合计 7.87 亿元，占当年采购总额的 5.55%，供应商集中度较低。结算方面，公司军需品原料采购一般采用预付方式结算，民品

原料采购以货到付款方式为主。

#### 公司在军品市场具有极高的地位，在民品市场具有较强竞争优势；但近年来军品市场订单的减少以及市场竞争的加剧对公司销售产生不利影响

销售方面，按产品大类来看，公司产品分为军品和民品两大类。目前，公司采取两级营销机制，由军品部和市场部分别负责军品、民品市场的销售统筹和监督工作，下属企业利用其自身优势开拓相对优势市场。公司客户主要为集团客户，包括部队、事业单位和大型央企等。销售区域方面，公司产品大部分销往国内，少部分销往国外。**中诚信国际关注到**，2020 年因新冠肺炎疫情影响海外需求下降，公司出口业务承压。

公司实行“以销定产”的生产模式，各类产品产销率处于较高水平。近年来受军品订单下降影响，公司服装和皮鞋等产品产销量整体呈下降态势；其他产品产销量呈波动态势，其中 2019 年公司棉纱销量同比降幅较大，主要系当年棉纱价格下降，公司加大棉纱自用比例所致。

表 4：近年来公司主要产品产销量变动情况

主要产品	单位	2017		2018		2019	
		产量	销量	产量	销量	产量	销量
服装	万件套	5,072.88	5,272.22	5,226.52	5,306.34	4,845.10	4,827.30
棉布	万米	11,124.19	10,543.06	7,337.75	7,650.16	9,172.10	8,954.88
棉纱	吨	19,102.24	18,549.76	26,238.02	26,170.93	20,184.04	18,425.06

皮鞋	万双	1,234.00	1,150.44	1,030.17	1,049.28	986.17	1,010.80
胶鞋	万双	7,002.72	7,421.25	6,674.04	6,521.13	7,183.61	6,587.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

军品市场方面，公司是中国军队、武警部队军需品采购的核心供应商，占据军需品（包括服装、鞋、帽及配饰等）市场 60%左右的份额。近年来，公司军需品收入呈逐年下降态势，其中 2019 年受军队改革、军品消化库存等影响，公司军品订单同比下滑幅度较大。毛利率方面，近年来，随着军品市场化招标方式常态化，中标价格整体下降，公司军品毛利率呈下滑态势。结算方面，2017 年以来军方客户结算取消了预付制度，公司需先完成交货再结算，回款速度较慢，对公司资金运转造成一定压力。中诚信国际将对军需品相关政策及其对公司的影响保持关注。

民品市场方面，公司在消防、公安、司法、检察院、法院、工商、税务、铁路、交通等国家统一着装部门制服市场占据 10%左右的份额，并在央企、大中型企业工装、行业制服、劳保配装等市场占有一定份额。近年来，公司民品收入亦呈逐年下降态势，主要系近年来公司逐步优化民品结构，减少对毛利率较低订单承接所致。但 2019 年以来，市场竞争愈发激烈，产品销售价格下降，民品毛利率有所下滑。结算方面，除胶布鞋医用防护服外，公司其他民品均采用现款现货的结算方式。胶布鞋和防护服采用代理商销售模式，公司预收代理商部分货款，发货后收取剩余货款。

**表 5：近年来公司军需品和民品产品收入及毛利率情况**

(亿元、%)

项目	2017		2018		2019	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
军需品	45.44	19.09	45.30	15.89	33.12	15.72
民品	98.75	8.84	89.69	11.15	86.79	9.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 近年来公司持续压缩贸易规模，贸易收入不断下降

公司贸易业务的运营主体为子公司国贸公司。近年来公司贯彻聚焦主业的战略规划，主动压缩贸

易规模，调整贸易品种。未来公司将进一步压缩贸易业务规模。

公司贸易以国内贸易为主，贸易模式主要为“以销定采”。贸易结构方面，2018 年以来，为解决与新兴发展集团有限公司（以下简称“新兴发展”）等关联方存在的同业竞争问题，公司不再开展电解铜等贸易业务，着重拓展橡胶、化工（乙二醇等）等与自身主要制造类业务相关的产业链上下游的原料贸易业务品种。

**表 6：近年来公司贸易业务经营情况（亿元）**

贸易品种	2017	2018	2019
服装	3.14	2.79	5.51
布料	0.57	0.17	1.33
鞋材	0.07	0.17	-
皮革	1.63	1.26	0.98
黄牛蓝湿皮	-	-	-
棉制品	2.91	2.27	-
煤炭	1.92	-	-
通讯设备	1.78	-	-
橡胶	1.29	15.35	20.66
ABS 树脂	-	-	-
电解铜	69.60	-	-
锌锭	2.41	6.76	-
乙二醇	6.49	56.80	48.47
成品油	1.65	1.03	-
有色金属	1.16	0.99	-
钢铁	-	1.97	-
防暴盾牌	0.01	-	-
箱板纸	0.03	-	-
电子产品	2.96	-	-
防弹产品	1.91	0.45	-
棉花	4.81	2.05	-
聚氯乙烯树脂	6.34	1.42	-
焦炭	0.79	-	-
铁精粉	0.45	-	-
镍矿、镍铁	0.26	-	-
其他	0.07	1.43	4.26
<b>合计</b>	<b>112.26</b>	<b>94.89</b>	<b>81.21</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司橡胶采购渠道主要包括国内的贸易平台以及马来西亚等国家，乙二醇的采购渠道为各市场渠道，较为分散。下游客户中贸易商占比高，客户稳定性不高。结算方面，公司一般预收下游客户5%~20%订金，同时依据行情追加保证金金额，并签订闭口合同，在交货前收清尾款；对上游供应商采取应付模式货到付款模式。**中诚信国际认为**，公司贸易合同主要为闭口合同，风险相对可控，且主动压降贸易规模有助于进一步降低贸易风险。

仓储方面，公司通过租用第三方仓库存储物资。2019年国贸公司与张家港保税区长江国际港务有限公司（以下简称“长江国际港务”）发生货权纠纷<sup>2</sup>。国贸公司已对长江国际港务提起诉讼，目前该案正在审理中。

国际贸易方面，公司具有军需品出口资质，国际贸易品种以军需品为主。近年来，公司外贸出口订单和出口国数量实现稳步增长。公司会选择汇率较为稳定的币种作为结算货币；若下游客户使用大额信用证结算，公司会通过福费廷买断信用证来规避汇率风险。

**际华园项目仍处于培育期，对公司收入贡献较少且盈利欠佳；该项目未来投资规模较大，中诚信国际将持续关注际华园项目的收益和资金平衡情况**

际华园项目定位于提供商业服务、运动休闲体验及城市郊区度假服务的商业综合开发体，业态主要包括时尚购物、室内极限运动、特色酒店和餐饮娱乐等。公司计划通过运动中心吸引人流，以此为基础引入商业品牌，公司为品牌代加工，打造“前店后厂”的商业模式。

截至目前，公司已经布局重庆、长春、西安、扬中、咸宁和清远6个际华园项目。其中，重庆项目的室内运动休闲中心场馆已于2016年10月投入运行，室内滑雪馆已于2018年8月投入运行；长春际华园项目一期运动中心预计在2020年底投入运营，其他项目正处于规划建设阶段。

公司际华园项目计划总投资81.77亿元，2017年4月公司非公开发行股票募集资金43.13亿元中41.00亿元资金配套用于项目建设；2014年12月，公司前期IPO募集资金中14.01亿元变更投向，用于重庆际华园和长春际华园项目。

截至2020年3月末，公司际华园项目建设尚未完成，后续仍面临一定的投资压力。此外截至目前，际华园项目仍处于培育期，收入贡献少且处于亏损状态。2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，际华园项目运营和开发工作均处于停滞状态。

表7：截至2020年3月末公司际华园项目建设情况

际华园	项目简介	总投资（亿元）	截至2020年3月末已投资（亿元）	截至2020年3月末项目进度	2020年计划投资内容	整体开业或计划开业时间
重庆际华园一期一阶段	征地943亩，建设购物中心、运动中心等休闲娱乐旅游目的地	13.51	13.35	购物中心一期已建成，运动中心已建成，球型餐厅已建成。运动中心投入运营。	无	运动中心正在营业
重庆际华园一期二阶段	购物中心一期二阶段、运动中心一期二阶段等	5.10	1.44	运动中心一期二阶段室内滑雪场已建成并投入运营，滑雪馆酒店完成装修工程。	无	室内滑雪馆正在营业，滑雪馆快捷酒店2020年上半年投入运营
扬中际华园一期	征地780亩，建设奥特莱斯	11.18	9.15	完成土地平整，局	进行商业局部建	--

<sup>2</sup>国贸公司从事乙二醇贸易，与长江国际港务公司就乙二醇保管及港口作业合作。2019年9月初，国贸公司按惯例正常要求长江国际港务公司提供货权转移入库凭证及要求提货时，长江国际港务公司拒不同意国贸公司的提货要求。本次经济合同纠纷涉及乙二醇货物数量累计为110,608吨，价值金额为人民币4.81亿元。

	斯、美食街、探险中心等为一体的休闲旅游度假中心			部道路及绿化，美食街桩基础。	设	
西安际华园一期	征地 483 亩，建设购物中心、运动中心等休闲娱乐旅游目的地	10.15	4.76	完成土地平整、文物勘探、遗址公园建设，正在进行滑雪馆基础施工	进行商业局部建设，进行滑雪馆主体建设	--
咸宁际华园一期	征地 606 亩，建设室内体育中心、配套商业设施及配套住宅	10.51	4.55	完成场平清表，正在进行滑雪馆主体建设。	完成滑雪馆主体建设，进行设备购买。	--
清远际华园一期	征地 529 亩，建设购物中心、运动中心等休闲娱乐旅游目的地	10.53	3.16	完成场地平整，局部道路及绿化，正在进行三栋商业单体施工。	进行商业局部建设	--
长春际华园一期一阶段	征地 401 亩，建设购物中心、运动中心等休闲娱乐旅游目的地	15.86	9.54	购物中心一期一阶段主体结构完成，运动中心一期一阶段主体结构完成	完成运动中心一期一阶段	2020 年底
长春际华园一期二阶段	括购物中心一期二阶段、运动中心二期二阶段及酒店等	4.93	4.53	运动设备已完成采购，正在进行安装调试。	完成运动设备安装调试达到运营状态。	--
<b>合计</b>		<b>81.77</b>	<b>50.48</b>			-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 战略规划及管理

### 未来公司将进一步聚焦主业发展，此外中诚信国际将对公司存量土地开发项目的收益和资金平衡保持关注

未来公司将进一步“聚焦主业、突出实业”，巩固军品核心供应商地位，提升应急防护、行配工装

和终端消费市场份额，增强核心竞争能力，推动公司从制造商向制造服务商转型。

目前除际华园项目外，公司其余在建项目主要为存量土地的综合开发项目，包括 3537 公司搬迁项目、际华高分子材料高科产业园一期项目和 3542 公司搬迁建设功能性面料、家纺制品项目等，保持着一定的投资规模。

表 8：截至 2019 年末公司在建存量土地开发项目情况

单位：万元

项目名称	开工时间	预计竣工时间	计划投资额	2019 年末账面余额	2020 年预计投资额
3537 公司搬迁项目	2019/1	2020/12	12,100.00	1,948.00	10,152.00
际华高分子材料高科产业园一期项目	2015/12	2020/12	33,202.12	26,742.23	6,459.89
3542 公司搬迁建设功能性面料、家纺制品项目	2020/1	2021/6	38,800.00	10,000.00	12,142.00
<b>合计</b>	-	-	<b>84,102.12</b>	<b>38,690.23</b>	<b>28,753.89</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

为进一步聚焦主业，优化业务和资产结构，充分利用存量土地资源，2019 年公司积极推动部分项目的转让和处置。公司于年内完成了邢台财富中心地产开发项目的挂牌转让、岳阳际华置业土地使用权的政府收储转让、亏损企业 3523 公司股权和债权的转让及非主营医药业务的转让剥离。

表 9：2019 年公司资产剥离及处置情况（亿元）

项目名称	时间	转让价格
邢台财富中心地产开发项目	2019/7/15	3.52
岳阳际华置业土地使用权的政府收储	2019/6/7	15.61
3523 公司	2019/12/6	3.26
天津华津制药有限公司	2019/12/6	11.91

注：新兴际华集团以其持有的新兴际华投资有限公司 17.53% 股权作为

交易对价支付 3523 公司和天津华津制药有限公司的剥离价款。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 法人治理结构完善，内部控制管理体系健全

公司设立了股东大会、董事会、监事会和经营层，并建立了规范的公司治理结构。此外 2019 年以来，公司大力推进内部企业重组和区域整合工作，着力推进人员压减，压缩管理层级，缩短管理链条。

内部控制方面，公司根据自身经营特点，制定健全有效的内部控制体系，涵盖财务管理、子公司管理、关联交易、业务控制和信息披露等经营管理制度方面。同时公司建立相应的考核和激励机制，以确保内部控制制度的实施。

环境保护方面，近年来公司废气废水排放达标，未发生重大环保事故。

## 财务分析

以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年审计报告、经大华会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留意见的 2019 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表，各期财务数据均为财务报告期末数。中诚信国际分析时将“长期应付款”中的融资租赁款计入长期债务。

### 盈利能力

**近年来，公司盈利水平有所波动且期间费用保持增长，经营性业务利润持续下降，公司利润依赖非经常性损益**

受低毛利的贸易业务占比较高影响，公司主营业务毛利率水平较低。近年来公司主营业务毛利率水平受产品结构调整影响呈波动态势。2019 年，由于军队和武警订单减少及劳动力成本上升，公司职业装和防护装具板块毛利率有所降低；受益于成本控制加强和产品结构变化，纺织印染、皮革皮鞋和

职业鞋靴毛利率整体有所提高。此外，贸易业务毛利率虽然逐年提升但仍处于较低水平。

表 10：近年来公司主要板块毛利率情况(%)

业务板块	2017	2018	2019
职业装	13.01	13.16	10.76
纺织印染	9.67	9.78	10.73
皮革皮鞋	15.47	17.60	17.37
职业鞋靴	8.05	6.93	8.85
防护装具	16.84	19.02	9.02
贸易及其他	0.98	1.72	2.25
<b>主营业务毛利率</b>	<b>7.38</b>	<b>8.49</b>	<b>7.89</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。其中，销售费用较为稳定；受职工薪酬、折旧摊销金额和研发费用增加影响，近年来公司管理费用呈上升态势，财务费用则呈波动态势。**中诚信国际认为**，公司期间费用率偏高且逐年上升，费用管控能力有待加强。

近年来，公司盈利水平有所下降且期间费用保持增长，经营性业务利润持续下降。公司的利润依赖搬迁补偿、政府补助及处置子公司取得的投资收益等非经常性损益，稳定性欠佳。此外，近年来公司剥离亏损子公司导致资产减值损失较大。未来，随着亏损子公司持续剥离，公司盈利能力有望得到一定改善，中诚信国际将对公司主业盈利改善及非经常性损益的稳定性保持关注。

近年来，主要受利润规模下降影响，公司 EBITDA 整体呈先抑后扬增长态势，进而影响 EBITDA 利润率及总资产收益率呈同趋势波动。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	5.29	5.06	5.47	0.86
管理费用	9.35	10.97	11.48	2.58
其中：研发费用	2.26	2.50	3.04	0.55
财务费用 <sup>3</sup>	1.42	2.08	1.22	0.23
期间费用合计	16.06	18.11	18.17	3.67
期间费用率	6.31	7.98	8.59	14.11
经营性业务利润	3.38	1.85	0.64	0.68
其中：其他收益	0.82	1.19	1.33	0.06

<sup>3</sup>近年来公司财务费用有所波动，2018 年由于公司债务规模增长以及“15 际华 01”票面利率提升使得公司财务费用同比增长 46.03%；2019 年由于公司加大货币回笼力度，使得公司资金效益提升加之债务规模有所下降，公司财务费用同比下降 41.32%。

资产减值损失	2.56	1.72	7.12	0.04
投资收益	0.06	0.03	6.87	-0.01
营业外损益	9.53	0.32	0.41	-0.10
利润总额	10.52	0.83	1.66	0.31
EBITDA 利润率	6.79	3.76	4.08	--
总资产收益率	4.41	1.22	1.33	--

注：管理费用含研发费用；其他收益主要为与本公司日常活动相关的政府补助；资产减值损失含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

### 近年来，公司资产规模较为稳定，所有者权益规模整体有所下降，财务杠杆保持较低水平

公司资产规模整体较为稳定。近年来流动资产占总资产的比例约为 58%。流动资产中，货币资金、存货、应收账款和其他应收款占比较大。2019 年，公司积极开展“两金”专项压降工作，期末应收账款下降 14.54%。同时，由于公司完成了邢台财富中心地产开发项目的挂牌转让和岳阳际华置业土地使用权的政府收储转让，2019 年末存货余额下降幅度较大。公司其他应收款主要由资产处置款、往来款、押金及保证金和未决诉讼款构成，2019 年公司其他应收款增长较快，主要系土地转让应收款和未决诉讼款增加所致；此外，中诚信国际关注到，1 年以上其他应收款占比达 32.15%，且累计计提坏账准备 6.16 亿元，规模较大，应对相关款项的回收及坏账计提保持关注。非流动资产方面，公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和在建工程构成，整体较为稳定。

表 12：近年来公司资产构成情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	65.59	62.22	72.33	66.06
存货	48.68	51.99	37.21	46.29
应收账款	36.04	37.54	32.08	30.83
其他应收款	18.83	20.46	26.44	22.22
<b>流动资产</b>	<b>182.46</b>	<b>183.82</b>	<b>181.10</b>	<b>180.60</b>
固定资产	40.94	42.21	39.09	38.80
无形资产	45.49	43.86	43.61	41.18
在建工程	15.80	17.44	15.63	18.53
其他非流动资产	17.48	17.73	12.60	12.60
<b>非流动资产</b>	<b>131.48</b>	<b>133.28</b>	<b>130.87</b>	<b>131.34</b>
<b>资产总额</b>	<b>313.95</b>	<b>317.10</b>	<b>311.97</b>	<b>311.94</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，近年来公司总负债和总债务均整体呈增长态势，有息债务主要由公司债券构成。2018 年公司加大了短期借款的规模并发行了 10 亿元的 18 际华 01，期末公司总债务余额同比增长 17.63%。2019 年公司总债务余额有所下降。此外，随着 15 际华 01 临近到期，公司长短期债务比虽有所上升，但公司债务仍以长期债务为主。

所有者权益方面，近年来公司所有者权益规模呈下降态势，主要系现金分红及部分子公司亏损所致。2017~2019 年，公司现金分红分别为 7.47 亿元、0.44 亿元和 1.32 亿元。

财务杠杆方面，2018 年随着债务规模的增长及所有者权益规模的下降，公司总资本化比率有所上升。2019 年，债务规模有所下降带动公司财务杠杆小幅下降。整体来看，公司财务杠杆仍处于较低水平。

表 13：近年来公司债务结构及财务杠杆情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	7.84	13.77	25.12	25.34
长期债务	46.70	50.38	36.06	36.01
长短期债务比	0.17	0.27	0.70	0.70
总债务	54.54	64.15	61.18	61.35
所有者权益合计	190.15	181.17	180.88	181.03
总资本化比率	22.29	26.15	25.27	25.31

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

### 公司获现能力逐年增强，经营活动净现金流对债务的偿付保障能力有所增强；盈利指标对债务本息的覆盖能力有所波动

近年来由于减少土地购置且积极开展“两金”专项压降工作，公司经营获现能力不断增强，其对债务本息的偿还保障能力亦有所增强。近年来，公司投资活动净现金流呈逐年增长态势，主要系公司收回定期存款及利息逐年增长所致。筹资活动现金流出规模加大，主要系公司偿还债务支付的现金增长所致。

受非经常性损益大幅减少影响，2018 年公司盈利能力较 2017 年明显下降，加之债务有所增长，

EBITDA 偿债指标明显弱化。2019 年，公司盈利情况较 2018 年略有好转，同时债务规模略有下降，EBITDA 偿债指标同比略有好转。

**表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动产生现金净流量	-26.64	5.11	18.86	-3.31
投资活动产生现金净流量	-14.47	-0.28	23.42	-0.69
筹资活动产生现金净流量	37.97	-2.60	-8.64	0.79
经调整的经营活 动净现金流/总 债务（%）	-56.15	-6.78	25.83	--
经营活动净现 金流/总债务 （X）	-0.49	0.08	0.31	-0.22*
EBITDA 利息保 障倍数（X）	7.39	2.58	3.07	--
总债务/EBITDA （X）	3.16	7.53	7.09	--
经营活动净现 金流/利息支 出（X）	-11.41	1.55	6.71	--

注：“-”指标经年化，由于缺乏相关数据，2020 年 1~3 月，公司部分财务指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**表 15：截至 2019 年末公司及下属子公司金额在 2,000 万元以上的未决诉讼、仲裁情况**

诉讼事件	简介及进展
际华三五四三针织服饰有限公司与肃宁卓尔纺织制品有限公司两个合同纠纷案	2017 年 4 月 22 日，肃宁卓尔纺织制品有限公司（以下简称“肃宁卓尔”）与际华三五四三针织服饰有限公司（以下简称“三五四三”）发生贸易纠纷。保定市中级人民法院出具了（2017）冀 06 民初 105 号民事裁定书，冻结肃宁卓尔名下银行账户存款以及资产。公司将与肃宁卓尔相关的往来款全额计提减值准备，对未能掌握的存货全额计提跌价。
国贸公司诉长江国际港务港口合同纠纷案	国贸公司作为原告已就双方港口作业合同纠纷事项向武汉海事法院提起诉讼。截至目前，武汉海事法院已经立案受理并出具了《民事裁定书》（[2019]鄂 72 民初 1421 号），同时裁定查封、扣押、冻结长江国际港务公司价值 48,052.83 万元的财产。截至 2020 年 3 月末，受疫情影响，相关案情仍在审理中。
天津威鹏投资有限公司诉国贸公司合同履行情况纠纷案	国贸公司与天津威鹏投资有限公司（以下简称“天津威鹏”）于 2019 年 3 月 18 日签订了《乙二醇贸易项目合作协议》，天津威鹏投资有限公司就其与国贸公司之《购销合同》的履行纠纷事宜提起诉讼。天津威鹏公司的诉讼请求：（1）请求法院判令被告立即给付原告货款共计 19,048.32 万元；（2）判令被告向原告支付逾期付款违约金 633.29 万元；截至 2020 年 3 月末，受疫情影响，相关案情审理仍在审理中。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**根据公司提供的资料，截至 2020 年 3 月末，公司未发生债务违约情况，均按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息（含债务融资工具），无不良信用记录。

## 外部支持

**公司控股股东新兴际华集团是受国务院国资委直接监管的中央企业，雄厚的股东背景能为公司经营发展提供一定支撑**

公司控股股东新兴际华集团是受国务院国资委直接监管的中央企业，目前新兴际华集团业务主

**公司银企关系和谐，且作为上市公司，其直接融资渠道畅通；受限资产规模较小；中诚信国际将对公司的贸易诉讼纠纷保持关注**

截至 2020 年 3 月末，公司共获得各家银行授信额度合计人民币 61.55 亿元，未使用额度 54.14 亿元。公司作为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2019 年末，公司受限资产合计 9.74 亿元，占总资产比重为 3.12%，其中受限货币资金为 7.50 亿元、固定资产 1.49 亿元、无形资产 0.75 亿元。此外，公司货币资金中未使用的 IPO 和非公开发行股票募集资金达 25.53 亿元。

截至 2019 年末，公司无对外担保事项。

截至 2019 年末，公司及下属子公司存在以下未决诉讼事项：

要划分为冶金、轻工、装备制造及商贸物流四个板块，分别由新兴铸管股份有限公司、际华集团、新兴重工集团有限公司和新兴发展负责经营。

截至 2019 年 9 月末，新兴际华集团总资产为 1,452.88 亿元，资产负债率为 57.92%，所有者权益为 611.39 亿元；2019 年 1~9 月，新兴际华集团营业总收入为 1,071.77 亿元，利润总额为 25.13 亿元。

公司为新兴际华轻工板块的运营主体，亦是最大的军需品、职业装、职业鞋靴研发和生产基地。2020 年 4 月 15 日，新兴际华集团增持公司股票 87,393,420 股，增持比例为公司已发行股份的

1.99%，增持后，新兴际华集团对公司持股比例升至50.19%。

此外，际华集团在本次应急转产医用防护服过程中承担了重要工作，际华集团及下属多家子公司已被工业和信息化部列为国家调拨重点疫情防控物资生产企业（第一批）、国家临时收储重点生产企业和新冠肺炎疫情防控重点保障企业名单（第一批）。公司及下属企业后续有望获得税收及融资等方面的支持。2020年1月1日至2020年3月22日，累计收到各类政府补助资金1,282.68万元（未经审计）。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定际华集团股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“际华集团股份有限公司公开发行2020年公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AAA**。

## 中诚信国际关于际华集团股份有限公司 公开发行 2020 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

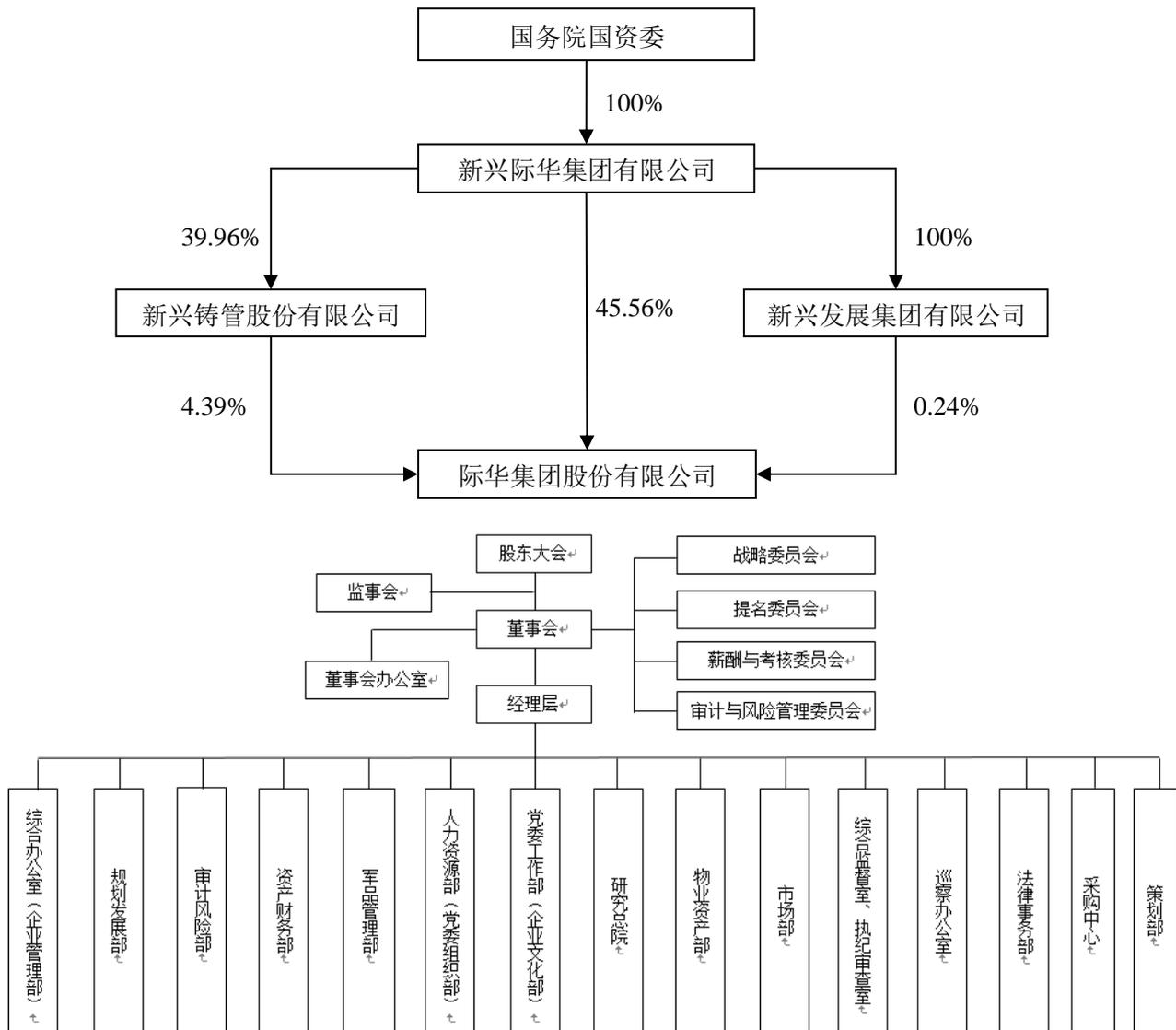
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 05 月 15 日

### 附一：际华集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



注：2020 年 4 月 15 日，新兴际华集团通过大宗交易方式增持了公司 87,393,420 股，增持股份占公司已发行股份的比例为 1.99%，增持后新兴际华集团直接及间接公司的股份增至 50.19%。

资料来源：公司提供

## 附二：际华集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	655,915.72	622,171.02	723,301.71	660,603.31
应收账款净额	360,364.28	375,425.57	320,842.34	308,253.10
其他应收款	188,256.98	204,593.62	264,397.46	222,241.72
存货净额	486,794.23	519,944.88	372,108.54	462,944.78
长期投资	21,753.19	28,049.44	96,014.03	93,899.70
固定资产	409,433.05	422,114.31	390,941.64	388,022.56
在建工程	157,993.06	174,371.49	156,348.23	185,301.52
无形资产	454,932.83	438,615.92	436,129.06	411,833.17
总资产	3,139,455.61	3,170,998.39	3,119,742.07	3,119,354.40
其他应付款	82,706.81	84,074.87	122,429.88	149,963.66
短期债务	78,379.67	137,744.29	251,233.91	253,356.24
长期债务	467,008.18	503,779.53	360,555.37	360,124.45
总债务	545,387.84	641,523.82	611,789.28	613,480.68
净债务	-110,527.88	19,352.80	-111,512.43	-47,122.62
总负债	1,237,912.67	1,359,288.56	1,310,969.07	1,309,061.71
费用化利息支出	23,356.49	30,138.11	25,256.95	--
资本化利息支出	0.00	2,841.14	2,841.14	--
所有者权益合计	1,901,542.94	1,811,709.83	1,808,773.00	1,810,292.69
营业总收入	2,543,998.98	2,267,703.82	2,115,351.65	259,949.28
经营性业务利润	33,811.92	18,545.51	6,407.00	6,810.58
投资收益	567.40	335.21	68,659.12	-87.55
净利润	75,742.97	-7,815.69	5,464.81	2,084.73
EBIT	128,589.67	38,461.46	41,816.36	--
EBITDA	172,721.12	85,250.87	86,288.72	--
经营活动产生现金流量	-266,412.14	51,096.40	188,620.81	-33,119.18
投资活动产生现金流量	-144,650.00	-2,847.90	234,186.15	-6,933.04
筹资活动产生现金流量	379,661.19	-25,975.57	-86,417.52	7,941.23
资本支出	138,814.17	91,222.54	81,189.15	26,112.16
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	7.75	8.81	8.81	17.29
期间费用率(%)	6.31	7.98	8.59	14.11
EBITDA 利润率(%)	6.79	3.76	4.08	--
总资产收益率(%)	4.41	1.22	1.33	--
净资产收益率(%)	4.57	-0.42	0.30	0.46*
流动比率(X)	2.85	2.61	2.16	2.16
速动比率(X)	2.09	1.87	1.72	1.61
存货周转率(X)	5.85	4.11	4.32	2.06*
应收账款周转率(X)	10.35	6.16	6.08	3.31*
资产负债率(%)	39.43	42.87	42.02	41.97
总资本化比率(%)	22.29	26.15	25.27	25.31
短期债务/总债务(%)	14.37	21.47	41.07	41.30
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.49	0.08	0.31	-0.22*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-3.40	0.37	0.75	-0.52*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-11.41	1.55	6.71	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-56.15	-6.78	25.83	--
总债务/EBITDA(X)	3.16	7.53	7.09	--
EBITDA/短期债务(X)	2.20	0.62	0.34	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	7.39	2.58	3.07	--
EBIT 利息保障倍数(X)	5.51	1.17	1.49	--

注：公司所有财务报表均按照新会计准则编制；2020年一季报未经审计；所有者权益含少数股东权益；各期财务数据均为财务报告期末数据；由于缺乏数据，未计算2020年1~3月部分指标；中诚信国际分析时将公司计入“长期应付款”的融资租赁款调整至长期债务；带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×收款天数/营业收入+存货平均净额×营业收入/营业成本-应付账款平均净额×业成本天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。