



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪221号

际华集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“际华集团股份有限公司2015年公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年六月十六日

际华集团股份有限公司 2015年公司债券（第二期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	际华集团股份有限公司		
发行年限	7 年期		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2015/9/15-2022/9/15		
上次评级时间	2015/9/9		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

概况数据

际华集团	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	111.52	122.22	130.82	132.87
总资产（亿元）	187.06	207.54	253.03	255.20
总负债（亿元）	75.53	85.32	122.21	122.32
总债务（亿元）	17.75	25.65	56.24	56.51
营业收入（亿元）	267.18	222.41	224.38	55.63
营业毛利率（%）	8.18	9.15	8.67	8.41
EBITDA（亿元）	17.51	19.33	22.41	-
所有者权益收益率（%）	8.48	9.26	8.62	6.11
资产负债率（%）	40.38	41.11	48.30	47.93
总债务/EBITDA（X）	1.01	1.33	2.51	-
EBITDA 利息倍数（X）	12.18	12.81	11.42	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、公司2016年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

米玉元 myu@ccxr.com.cn

李立业 lyli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年6月16日

基本观点

2015年，际华集团股份有限公司（以下简称“际华集团”或“公司”）总体保持了稳健的发展态势。一方面，为有效控制经营风险，公司着力优化贸易业务结构，压缩毛利率较低、资金占用量大的贸易品种业务规模；另一方面，公司通过加强各业务板块的协同，推动新产品开发和品种结构优化，狠抓军品订单承揽及进一步拓展民品市场，公司军需品和民品业务规模均保持增长。但同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到，公司军需品业务盈利能力下滑、经营压力加大，短期内面临一定的资本性支出压力。中诚信证评将密切关注这些因素对公司信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持发行主体际华集团主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定，维持“际华集团股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）”信用等级为 **AAA**。

正面

- 研发实力强大。截至 2015 年末，公司共拥有 2 个国家级企业技术中心分中心、1 个国家级工业设计中心、1 个国家级博士后科研工作站、20 个省级企业技术中心、7 个省级工程技术研究中心、3 家省级工业设计中心、1 个省级重点实验室和 2 个院士专家工作站。2015 年公司获得授权专利 505 项，其中发明专利 66 项；参与 1 项国家标准及 4 项行业标准的制定。
- 多元化经营有利于增强整体经营的稳定性，且规模优势明显。公司业务板块涉及职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋、纺织印染、防护装具和贸易及其他，产业布局较为合理，具有较强的协同效应；同时，截至 2015 年末，公司具有服装 6,500 万套、职业鞋靴 1.5 亿双、皮鞋 1,000 万双、各类纱线 2.4 万吨的年生产能力，规模优势明显。
- 公司经营状况良好，整体偿债能力极强。2015

年，除为优化贸易业务结构而主动收缩贸易板块规模外，军需品和民品业务规模均保持增长，整体业务规模稳定，同时资本结构稳健，经营性现金流充裕，备用流动性丰富，偿债能力极强。

关 注

- 军需品业务经营压力加大。军需品采购招标常态化，市场化竞争加剧导致交易价格下降，盈利空间收窄；同时，2017 年底前中国将裁减军队人员额 30 万人，且军品需求已进入单兵一体化功能性服装及配套类产品研发配备期，军需品的需求数量和产品结构将会发生变化，公司军需品业务后期面临一定经营压力。
- 资本性支出压力。公司目前正在进行际华园等项目建设，根据公司 2015 年年度报告显示，2016 年公司资本性支出规模约为 67.6 亿元，使得公司短期内面临一定的资本性支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

本期债券募集资金使用情况

经中国证监会“证监许可【2015】1320号文”批准，公司于2015年9月15日至2015年9月17日面向合格投资者网下发行本期20亿元债券，募集资金扣除发行费用后，用于补充公司流动资金。截至2016年3月31日，公司按照募集说明书中列明的募集资金使用计划，在扣除必要的发行费用后，剩余募集资金均用于补充公司的流动资金。

公司已按照本期公司债券发行申请文件中关于“本期募集资金运用计划”的约定使用本期公司债券募集资金，募集资金的使用符合《发行管理办法》、《募集资金管理规定》等相关法规的规定。

重大事项

2015年5月29日，公司发布《际华集团股份有限公司全资子公司处置资产公告》。3512公司因生产经营需要，拟将其位于兰州市城区北滨河东路398号原址土地的经营业务迁至兰州服装产业园内。经兰州市人民政府相关部门与3512公司协商，确定将3512公司北滨河东路厂区所占土地交由政府授权单位—兰州工业发展建设有限公司收储，兰州工业发展建设有限公司将对该宗土地及地面建筑物、附属物给予相应补偿，总补偿款约为11.62亿元。该事项于5月29日经公司第三届董事会第2次会议审议通过，并经2015年6月16日公司2015年第二次临时股东大会审议通过，相关协议及土地交割均已完成。

2015年12月10日，公司发布《际华集团股份有限公司全资子公司处置资产公告》（以下简称“《处置资产公告》”）。根据岳阳市人民政府《关于印发岳阳市中心城区重点排污企业退二进三工作方案的通知》（市政办发【2010】8号）等文件精神，公司全资子公司际华三五七橡胶制品有限公司（以下简称“3517公司”）计划将部分生产搬迁。经岳阳市政府与3517公司协商，确定将3517公司位于汴和园路以东、际华路两侧的60,903.8平方米土地交由岳阳市政府授权机构收储，岳阳市政府授权机构按国家规定对该宗土地及相应建筑物、附属物给予补偿，总补偿款1.3亿元。该事项经公司第三

届董事会第七次会议审议通过，相关协议及土地交割均已完成。

2015年7月2日，公司发布非公开发行A股股票预案，拟非公开发行股票数量不超过7.23亿股，募集资金总额不超过80.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于际华集团终端市场网络建设项目、重庆际华园目的地中心项目一期二阶段、际华园·长春目的地中心一期项目二阶段、际华园扬中项目、际华园西安项目、际华园咸宁项目、际华园清远项目以及补充流动资金。本次非公开发行相关事项已经2015年6月30日召开的公司第三届董事会第三次会议审议通过。2015年12月17日，公司发布《关于非公开发行股票申请获得中国证监会受理公告》（以下简称“《受理公告》”）。《受理公告》称，中国证监会依法对公司提交的《上市公司非公开发行股票》行政许可申请材料进行了审查，认为该申请材料齐全，符合法定形式，决定对该行政许可申请予以受理，并出具《中国证监会行政许可申请受理通知书》（153546号）。2016年3月8日，公司发布《非公开发行A股股票募集资金使用可行性分析报告（修订稿）》，本次非公开发行募集资金修改为预计总额不超过59.52亿元。2016年6月7日，公司再次发布《关于调整非公开发行A股股票预案的公告》，本次非公开发行募集资金修改为预计总额不超过44.00亿元。但本次非公开发行股票事项尚需中国证监会核准，若能成功发行，公司资本实力将得到进一步增强。

基本分析

公司高度重视科技创新，在公司总部设有研究总院，各板块的核心企业设有相关板块的专业研究分院，各企业设有技术研发中心，通过“三位一体”统筹推动公司的科技研发。截至2015年底，公司共拥有2家国家级企业技术中心分中心、1个国家级工业设计中心、1个国家级博士后科研工作站、20个省级企业技术中心、7个省级工程技术研究中心、3家省级工业设计中心、1个省级重点实验室和2个院士专家工作站。2015年公司共申请专利623项，其中发明专利143项；获得授权专利505项，其中发明专利66项。此外，公司积极参与国

家和行业标准的制定，其中 2015 年参与国家标准《服装测量方法》及 4 项行业标准的制定。截至 2015 年末，公司累计获得授权专利 2,375 项，其中发明专利 241 项；参与 7 项国家标准、8 项国家医药标准及 22 项行业标准的制定。

2015 年，公司位居中国纺织工业联合会评定的“纺织服装企业竞争力 500 强企业”第 13 位，是国内最大的职业装研发和生产基地，同时也是国内最大的职业鞋靴研发和生产基地。截至 2015 年，公司主要产品产能及产能利用率分别为：1) 职业装，公司共有 180 余条生产线，具有年产职业装及各类服装 6,500 万套、各类服饰 8,300 万件、各类帽子、手套 2,200 万件的生产能力，2015 年以上三类产品的产能利用率分别为 98.23%、69.90% 和 60.8%；2) 职业鞋靴，公司共有 74 条生产线，具有年产各类职业鞋靴 1.5 亿双、各类橡胶件 4,000 吨、各类大底 960 万双的生产能力，2015 年以上产品的产能利用率分别为 62.85%、50% 和 57.3%；3) 皮革皮鞋，公司共有 26 条生产线，具有年产皮鞋 1,000 万双的生产能力，2015 年产能利用率达为 96.93%；4) 纺织印染，公司具有年产各类纱线 2.4 万吨、坯布 1.2 亿米、针织面料 1.2 万吨、色布印染 5,300 万米、家纺制品 1,000 万件生产能力，2015 年以上产品产能利用率分别为 62.62%、95.41%、60%、82% 和 90.1%。总的来看，公司产能仍具有一定的释放空间，可为后期业务规模的增长提供产能基础。

公司业务分为六大板块：职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋、纺织印染、防护装具和贸易及其他，2015 年除贸易及其他业务板块收入规模下滑外，其他板块业务规模均有所增长，整体业务规模基本维持上年水平。具体来看，2015 年公司的职业装板块实现业务收入 42.81 亿元，同比增长 11.02%；同期职业鞋靴板块实现业务收入 37.68 亿元，同比增长 17.94%；皮革皮鞋板块实现业务收入 22.03 亿元，同比增长 10.44%；纺织印染板块实现业务收入 25.20 亿元，同比增长 1.02%；防护装具板块实现业务收入 21.92 亿元，同比增长 4.65%；贸易及其他板块实现业务收入 79.06 亿元，同比下滑 13.57%。

表 1：2013~2015 年公司主营业务收入分行业情况

单位：亿元

业务板块	2013 年	2014 年	2015 年
职业装	48.03	38.56	42.81
职业鞋靴	41.61	31.95	37.68
皮革皮鞋	14.05	19.95	22.03
纺织印染	36.18	24.94	25.20
防护装具	15.72	20.95	21.92
贸易及其他	118.44	91.48	79.06
减：内部抵销数	9.76	7.86	6.93
合计	264.27	219.97	221.78

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

分产品来看，受益于中国抗战胜利 70 周年阅兵制装采购大幅增加，2015 年公司军需品实现业务收入 57.51 亿元，同比大幅增长 20.18%；民品方面，公司以市场需求为导向，推动新产品开发和品种结构优化，进一步拓展民品市场，民品实现业务收入 92.13 亿元，同比增长 4.10%；贸易及其他方面，公司着力优化贸易业务结构，适时调整资源类贸易业务规模，压缩了毛利率较低、资金占用规模大的贸易品种业务规模，受此影响，公司贸易及其他业务实现收入 79.06 亿元，同比下滑 13.57%。

表 2：2013~2015 年公司主营业务收入分产品情况

单位：亿元

业务板块	2013 年	2014 年	2015 年
军需品	53.73	47.85	57.51
民品	101.87	88.50	92.13
贸易及其他	118.44	91.48	79.06
减：内部抵销数	9.76	7.86	6.93
合计	264.27	219.97	221.78

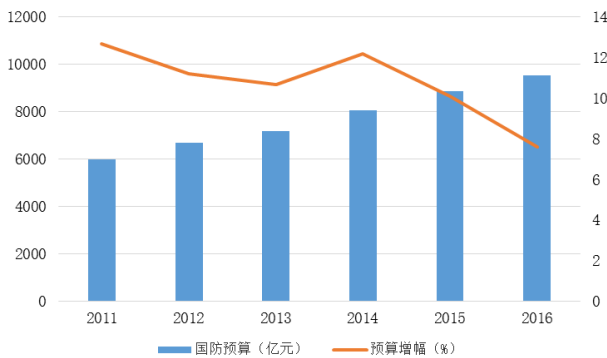
数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年，公司狠抓军品订单承揽，同时受益于中国抗战胜利 70 周年阅兵制装采购的大幅增加，公司军需品业务收入大幅增长；但随着采购招标的常态化，军需品市场竞争加剧，价格下降导致军需品业务盈利空间收窄

近年来，我国与周边国家的领土海洋权益争端升温，周边军事压力增大，大力发展国防建设的迫切性增强。2015 年，我国国防支出 8,868.5 亿元，较上年增长 10.1%。2016 年中央和地方预算草案的报告显示，年度国防支出预算为 9,543.54 亿元，较 2015 年增长 7.6%，我国国防预算连续 6 年保持增长。但

从国家军费开支占GDP的比重来看，世界主要国家军费开支一般占GDP的2%-4%，而我国仅约占1.5%，远低于美国的4%，我国国防经费仍具有一定的增长空间。

图1：2011~2016年我国国防预算及增幅



资料来源：新华网，中诚信证评整理

公司是国内历史悠久的军需轻工产品生产制造企业，是国内最大的军队、武警部队军需保障基地，长期为全军部队提供军需品研发生产服务，在军队服装市场上公司占有约70%的市场份额，在职业鞋靴市场占有率约为1/3。

2015年，公司狠抓军品订单承揽，同时国内举行纪念抗日战争暨世界反法西斯战争胜利70周年阅兵活动，军队制装采购增加，公司军需品订单大幅增长。当年，公司下属16家子公司承担了大部分阅兵人员的服装、鞋类和服饰装备的生产任务，生产军队和武警服装300多种，各类军品数量达77万件（套）。受此影响，2015年公司军需品业务实现销售收入57.51亿元，同比大幅增长20.18%。但中诚信证评也注意到，军需品采购招标已常态化，市场化竞争加剧导致交易价格下降，使得公司军需品业务板块盈利空间收窄，当年该业务板块毛利率较2014年下降5.68个百分点至14.37%。

我国军队、武警部队的军警职业制服，除每年按照配发标准进行更换外，为适应新形势下军事斗争的需要，各军兵种进行联合军事演习的频次和规模将会持续增加，对作训作战系列军需品的需求亦将随之增加；同时，十八届三中全会关于深化国防和军队改革的决策作出部署，2017年底前中国将裁减军队员额30万人，且军品需求已进入单兵一体化功能性服装及配套类产品研发配备期，军需品的需求数量和产品结构将会发生变化。受以上因素影

响，一方面，公司军需品业务后期面临一定经营压力，另一方面，随着功能性不断升级的军需品需求增加，公司研发优势将会得到发挥。

公司充分发挥集团协同效应，以市场需求为导向，推动新产品开发和品种结构优化，进一步拓展民品市场，民品业务亦保持小幅增长

公司民品业务涉及职业装、职业鞋靴、皮革皮鞋和纺织印染等板块。据中华全国商业信息中心的统计数据显示，2015年全国重点大型零售企业服装商品零售额同比下降0.3%，增速较2014年下滑1.3个百分点；同时，纺织服装行业出口2,837.8亿美元，同比下降4.88%，系2009年以来首次负增长。同期，皮革皮鞋行业发展基本平稳，但受准入门槛低等因素影响，市场竞争较为激烈。纺织印染方面，受出口增势趋缓，内销减少等因素影响，我国印染纺织行业运行呈现下滑态势，2012-2015年全国印染布产量持续负增长。总的来看，公司民品业务涉及的主要板块行业环境不佳。

公司拥有原材料（棉花、橡胶、特种纤维、毛皮）、纺织、印染、制衣、制鞋、服饰等从研发设计、生产制造到销售在内的全产业链，各板块之间达到了一定的产、供、销协同。同时，公司持续进行产品结构调整和优化升级，推动内部资源整合，进行技术改造和研发创新，并不断提高装备水平，做强民品业务。

2015年，公司通过加强与政府相关部门及国资委所属央企的沟通交流，积极开发研制适于作业环境的工装，解决恶劣环境下防护问题，继续提升民品职业装的市场份额。同时，通过与国内外先进鞋企、研究所的合作，将单一产品研发变成对产品的各个部分（如：鞋楦、鞋底、皮革及鞋用材料）进行深度研发，开发各类功能性双密度鞋靴产品，满足特殊行业、企业的需求，提升产品档次和经济附加值。公司纺织印染板块企业积极抢占高端服装和家纺面料市场，发挥高支高密及功能性家纺面料优势，重点推广天丝、莫代尔、弹力、麻类混纺等高附加值面料，积极拓展海外市场，逐步实现采购和

销售国际化。当年公司民品业务实现营业收入92.13亿元，同比增长4.10%。

为控制经营风险，公司着力优化贸易业务结构，压缩毛利率较低、资金占用量大的贸易品种业务规模，导致贸易及其他业务规模下滑

2015年，国内消费市场运行总体平稳，并呈前低后高、小幅波动态势。全年实现社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%；扣除价格因素，实际增长10.6%，较上年放缓0.3个百分点。进出口方面，据海关初步统计，2015年，全国进出口总值24.58万亿元，同比下降7%。其中，出口14.14万亿元，下降1.8%；进口10.45万亿元，下降13.2%。

2014年以来，我国进入经济结构调整和经济发展提质增效的新常态，经济增长速度放缓，并面临一定的下行压力。为控制经营风险，压缩贸易资金占用规模，提升贸易业务盈利能力，2015年公司着力优化贸易业务结构，适时调整资源类贸易业务规模，压缩毛利率较低、资金占用大的贸易业务。受此影响，当年公司贸易及其他业务实现收入79.06亿元，同比下滑13.57%。但随着贸易结构的改善，贸易板块盈利能力有所提升，毛利率上升至3.21%，较上年增加1.20个百分点。

公司合理安排年度投资结构，重点推动有利于转方式、调结构的项目建设及落地，大力推进际华园项目的建设

公司“十三五”将坚持“制造强基、科技强心、服务强企”战略，加快由制造业向制造服务业和现代服务业的转型升级，在做优制造业的同时，做强服务业，促进制造业与服务有机融合、协同发展。

为此，公司合理安排年度投资资金，重点推动有利于转方式、调结构的项目建设及落地，大力推进际华园项目的建设。际华园系集旅游购物、体育运动、度假休闲、精品酒店、特色餐饮为一体的一站式体验型购物中心，公司规划在重庆、长春、扬中、西安、咸宁和清远6个城市兴建际华园，其中重庆和长春际华园已开工建设，扬中、西安、咸宁和清远际华园处于前期准备阶段。截至2015年末，重庆际华园2#商业卖场已完工并进行预验收；球形

餐厅结构及幕墙已完工，内部围护结构基本完工；体育中心结构和设备安装接近完工，已进入幕墙施工和内部装修阶段；累计已完成总投资的2/3，球形餐厅和体育中心预计于2016年7月竣工。长春际华园卖场地下部分和地上柱网已完工，2016年4月进行钢梁吊装，预计2016年年底完成主体结构和外围护，2017年中全部竣工；截至2015年末，累计已完成总投资的1/2。后期，公司将进一步强化投资项目管控和责任落实，按照“严把关、快推进、达成效”的工作方式，确保各类投资项目按时有序推进，尽快达产达效，成为新的经济增长点。

财务分析

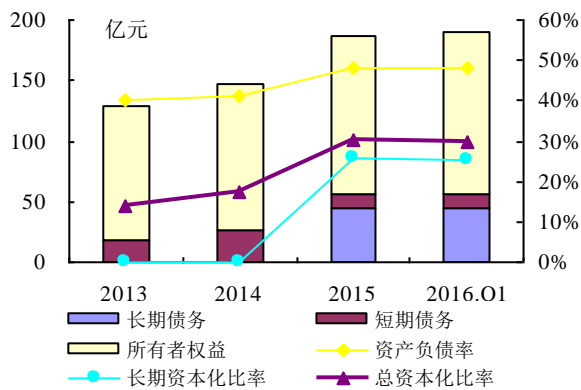
下列财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的2013~2015年度审计报告，以及未经审计的2016年一季度财务报表。

资本结构

截至2015年12月31日，公司总资产为253.03亿元，总负债为122.21亿元，均在上年末基础上大幅增长，主要系重庆际华园和长春际华园项目建设投资所致。从公司所有者权益增长情况看，截至2015年12月31日，公司所有者权益（含少数股东权益）为130.82亿元，同比增长7.04%，系经营盈余累积所致。从财务杠杆比率来看，截至2015年12月31日，公司资产负债率和总资本化率分别为48.30%和30.07%，同比分别提升7.19和12.72个百分点。

截至2016年3月31日，公司总资产为255.20亿元，总负债为122.32亿元，资产负债率及总资本化比率分别为47.93%和29.84%，资产负债率和总资本化比率分别下降0.36个百分点和0.23个百分点，财务杠杆比率处于较低水平。

图 2：2013~2016.Q1 公司资本结构

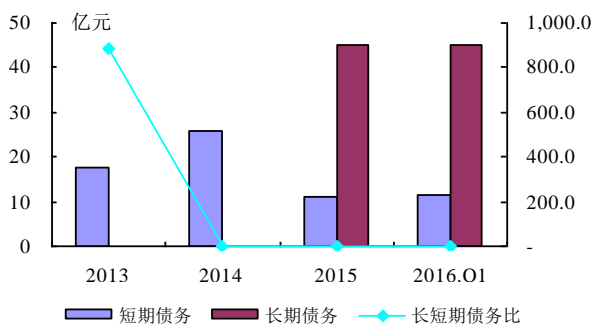


资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从债务规模来看，随着 15 际华 01、15 际华 02 和 15 际华 03 债券的成功发行，2015 年公司债务规模由上年的 25.65 亿元大幅增至 56.24 亿元，长、短期债务分别为 45.03 亿元和 11.22 亿元，其中长期债务均系当年新发行的公司债券，短期债务规模则下降 14.44 亿元。从债务期限结构看，随着债券的发行，2015 年公司债务期限结构明显改善，长短期债务比（短期债务/长期债务）降至 0.25 倍。截至 2016 年 3 月 31 日，公司总债务为 56.51 亿元，其中短期债务 11.47 亿元，长期债务 45.04 亿元，长短期债务比为 0.25，均维持上年末水平。总的来看，随着 2015 年公司债券的成功发行，公司债务期限结构明显改善。

未来资本支出方面，公司 2015 年年度报告显示，2016 年公司资本性支出规模约为 67.6 亿元，使得公司短期内面临一定的资本性支出压力。

图 3：2013~2016.Q1 公司长短期债务情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，近年公司资产和负债规模均大幅增长，但资本结构稳健，财务杠杆比率仍处于较低水平，融资渠道多元化且较为通畅，整体债务风险可控。

盈利能力

2015 年，公司着力优化贸易业务结构，压缩毛利率较低、资金占用量大的贸易品种业务规模，导致贸易及其他业务规模下滑；但通过加强集团协同效应，以市场需求为导向，推动新产品开发和品种结构优化，狠抓军品订单承揽及进一步拓展民品市场，公司军需品和民品均保持增长，整体业务规模仍保持稳定。当年公司实现营业收入 224.38 亿元，同比增长 0.88%。毛利率方面，随着军需品采购招标的常态化，军需品市场竞争加剧，价格下降导致军需品业务盈利空间收窄；但由于贸易及其他业务板块经压缩毛利率较低、资金占用量大的贸易品种业务规模后，板块毛利率有所提升，一定程度上抵减军需品业务盈利空间收窄的不利影响。公司当年营业毛利率为 8.67%，较上年小幅下降 0.48 个百分点。2016 年一季度，公司实现营业收入 55.63 亿元，同比上升 23.90%；营业毛利率为 8.41%，同比上年下降 0.26 个百分点。

表 3：2013~2015 年公司主营业务分产品毛利水平情况

业务板块	单位：%		
	2013 年	2014 年	2015 年
军需品	23.12	20.05	14.37
民品	7.31	9.31	8.78
贸易及其他	1.01	2.01	3.21
综合	7.93	8.93	8.51

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司三费以销售费用和管理费用为主，财务费用占比较低。2015 年，由于招标费、租赁费、运输装卸费及人工成本的上升，公司销售费用增长。当年公司三费合计 17.37 亿元，同比增长 7.53%；三费收入占比同比小幅增长 0.48 个百分点至 7.74%。

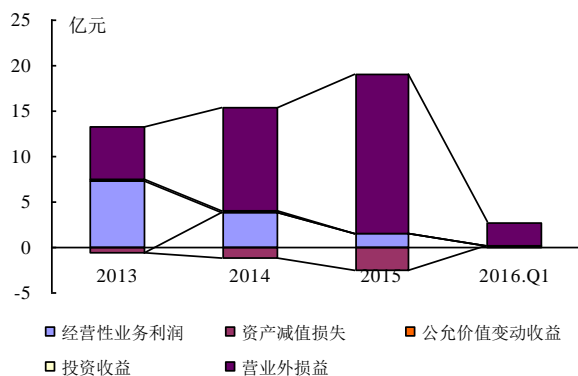
表 4：2013~2016.Q1 公司三费分析

	单位：亿元			
	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用	5.10	4.70	5.24	1.21
管理费用	8.45	10.27	10.57	2.80
财务费用	0.62	1.18	1.56	0.28
三费合计	14.17	16.15	17.37	4.29
营业总收入	267.18	222.41	224.38	55.63
三费收入占比	5.30%	7.26%	7.74%	7.72%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从利润总额来看，2015年，受毛利率下降及期间费用规模上升影响，公司经营性业务利润规模下滑至1.56亿元，同比下降59.35%；同时受应收账款坏账损失计提规模较大影响，当期资产减值损失规模为2.49亿元，同比增长100.38%。但由于当年无形资产处置利得（系政府收储公司土地的补偿）大幅增长，对利润总额形成有力补充。2015年公司实现利润总额16.50亿元，同比增长17.02%。

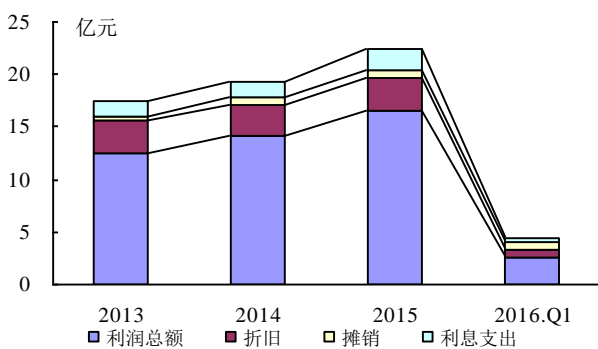
图4：2013~2016.Q1公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司EBITDA主要由折旧和利润总额构成。由于利润总额规模一直较大，折旧对EBITDA规模的影响相对较小。2015年，受益于无形资产处置利得的大幅增长，当期公司EBITDA上升至22.41亿元，获现能力逐年提升。

图5：2013~2016.Q1公司EBITDA构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2015年，受军需品业务盈利空间收窄影响，公司经营性业务盈利能力下降，但受益于资产处置利得，公司整体盈利能力增强。

偿债能力

从偿债能力指标来看，2015年公司EBITDA规模上升，总债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数

分别为2.51和11.42倍，EBITDA对债务的保障能力很强。2015年，公司一方面采取有效措施加大货款回收；另一方面扩大原材料集中招标采购，有效降低了采购资金预付额度，受益于以上两方面因素影响，当年公司经营活动净现金同比增加3.03%，为5.06亿元，当年公司经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/利息支出分别为0.09和2.58倍。受总债务规模大幅增长影响，公司经营性现金流对债务的保障有所弱化。

表5：2013~2016.Q1公司偿债能力分析

	2013	2014	2015	2016.Q1
总债务(亿元)	17.75	25.65	56.24	56.51
长期债务(亿元)	0.02	0.00	45.03	45.04
短期债务(亿元)	17.73	25.65	11.22	11.47
EBITDA(亿元)	17.51	19.33	22.41	-
EBITDA利息倍数(X)	12.18	12.81	11.42	-
总债务/EBITDA(X)	1.01	1.33	2.51	-
经营活动净现金/利息支出(X)	8.38	2.48	2.58	-
经营活动净现金/总债务(X)	0.68	0.15	0.09	-0.73
资产负债率(%)	40.38	41.11	48.30	47.93
总资本化比率(%)	13.73	17.35	30.07	29.84

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至2015年末，公司银行授信额度合计58.90亿元，其中未使用额度49.15亿元。同时，公司系上市公司，可有效利用资本市场获得资金支持。整体来看，公司备用流动性丰富，具备的财务弹性较强。

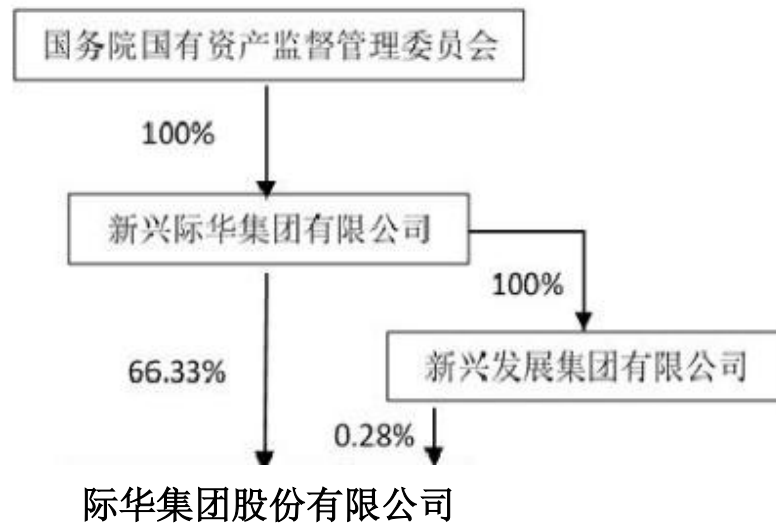
或有负债方面，截至2015年末，公司对外未清担保余额合计0.80亿元，对外担保规模较小，或有负债风险较低。

总体而言，公司债务期限结构优化，资产负债率仍保持较低水平，财务结构稳健；同时，公司获现能力逐年提升，EBITDA对债务的保障能力很强，加之公司备用流动性丰富，整体偿债能力极强。

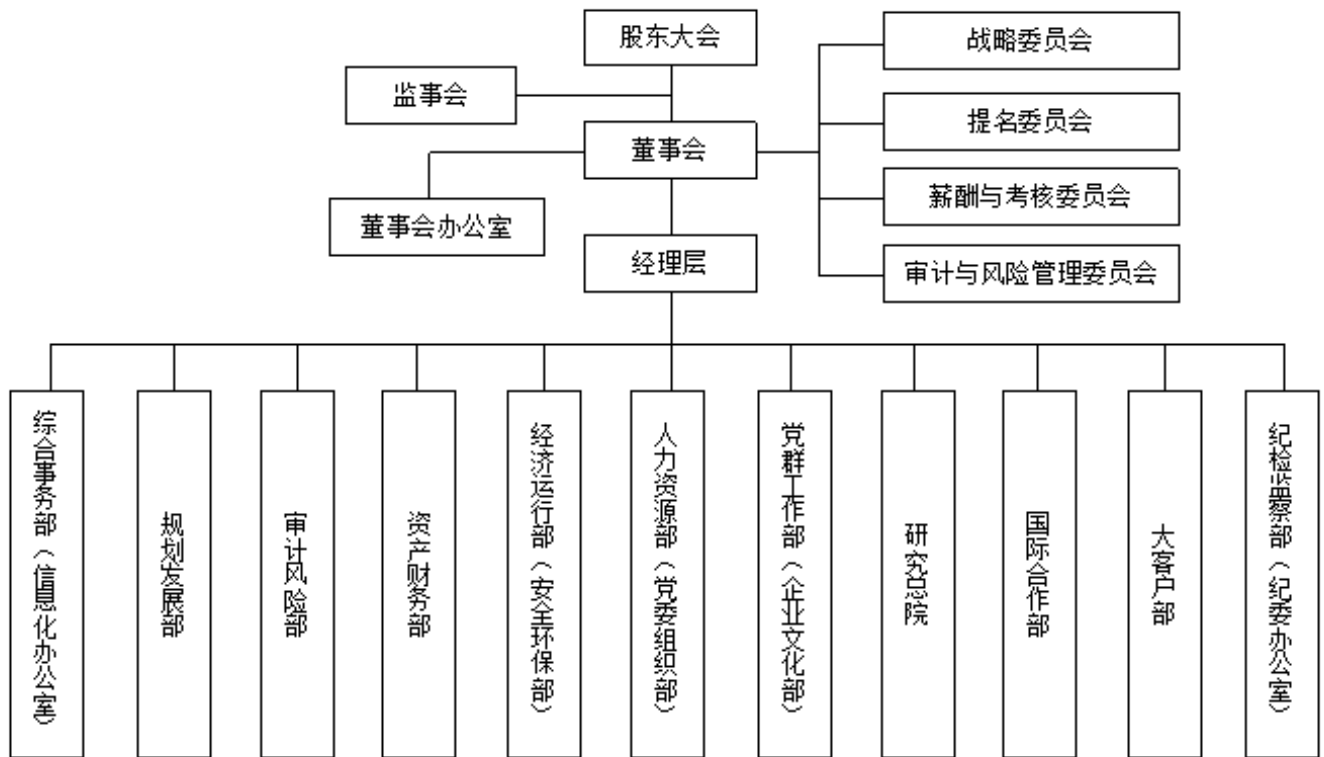
结论

综上，中诚信证评维持际华集团股份有限公司主体信用等级AAA，评级展望为稳定；维持“际华集团股份有限公司2015年公司债券（第二期）”信用等级AAA。

附一：际华集团股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：际华集团股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：际华集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	440,012.69	443,467.39	571,550.16	451,421.31
应收账款净额	109,626.43	164,128.39	142,209.82	201,156.72
存货净额	315,442.14	361,709.10	390,873.55	399,920.48
流动资产	1,162,062.33	1,212,956.37	1,343,464.12	1,341,148.90
长期投资	11,406.19	15,869.05	15,334.54	14,099.14
固定资产合计	393,974.52	413,562.10	509,601.36	536,121.92
总资产	1,870,575.22	2,075,365.53	2,530,344.15	2,551,979.92
短期债务	177,261.14	256,511.96	112,155.65	114,741.68
长期债务	200.00	0.00	450,276.91	450,404.60
总债务	177,461.14	256,511.96	562,432.56	565,146.28
总负债	755,337.30	853,208.45	1,222,110.80	1,223,248.76
所有者权益（含少数股东权益）	1,115,237.92	1,222,157.09	1,308,233.35	1,328,731.16
营业总收入	2,671,796.54	2,224,122.88	2,243,756.13	556,319.84
三费前利润	214,653.81	199,774.42	189,232.93	45,207.13
投资收益	1,320.79	1,668.44	774.15	5.63
净利润	94,588.02	113,174.70	112,743.44	20,295.44
EBITDA	175,084.40	193,333.61	224,050.45	43,267.52
经营活动产生现金净流量	120,439.16	37,439.22	50,553.41	-103,106.03
投资活动产生现金净流量	-96,213.92	-3,527.02	-399,787.70	27,527.49
筹资活动产生现金净流量	11,468.94	99,260.58	277,387.96	4,251.74
现金及现金等价物净增加额	35,654.07	132,777.02	-71,808.90	-71,269.57
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	8.18	9.15	8.67	8.41
所有者权益收益率（%）	8.48	9.26	8.62	6.11*
EBITDA/营业总收入（%）	6.55	8.69	9.99	-
速动比率（X）	1.47	1.25	1.57	1.55
经营活动净现金/总债务（X）	0.68	0.15	0.09	-0.73*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.68	0.15	0.45	-3.59*
经营活动净现金/利息支出（X）	8.38	2.48	2.58	-
EBITDA 利息倍数（X）	12.18	12.81	11.42	-
总债务/EBITDA（X）	1.01	1.33	2.51	3.27*
资产负债率（%）	40.38	41.11	48.30	47.93
总资本化比率（%）	13.73	17.35	30.07	29.84
长期资本化比率（%）	0.02	0.00	25.61	25.32

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；带“*”财务指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

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

存货周转率=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。