

# 跟踪评级公告

联合[2013] 1672 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江苏阳光集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望由负面调整为稳定，维持“13阳光MTN1” AA和“13阳光CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一三年十二月十二日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

## 江苏阳光集团有限公司跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定  
上次评级结果: AA 评级展望: 负面

### 债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 阳光 MTN1	5 亿元	2013/7/16-2016/7/16	AA	AA
13 阳光 CP001	10 亿元	2013/7/31-2014/7/31	A-1	A-1

评级时间: 2013 年 12 月 12 日

### 财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 9 月
现金类资产(亿元)	31.24	46.83	48.30	40.00
资产总额(亿元)	270.17	331.54	351.55	331.96
所有者权益(亿元)(包含少数股东权益)	128.49	147.50	139.53	135.55
短期债务(亿元)	62.68	106.08	124.20	102.49
全部债务(亿元)	97.50	148.56	176.67	150.76
主营业务收入(亿元)	127.17	166.99	141.89	93.27
利润总额(亿元)	17.25	16.06	-2.39	4.16
EBITDA(亿元)	26.74	30.40	12.05	--
经营性净现金流(亿元)	18.59	18.86	7.21	18.00
主营业务利润率(%)	19.00	14.57	14.80	16.31
净资产收益率(%)	12.83	10.41	5.12	--
资产负债率(%)	52.44	55.51	60.31	59.17
全部债务资本化比率(%)	43.15	50.18	55.87	52.66
流动比率(%)	170.42	150.58	134.79	142.42
全部债务/EBITDA(倍)	3.65	4.89	14.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.89	4.93	2.18	--
经营现金流流动负债比(%)	18.23	13.85	4.58	--

注: 公司 2013 年三季度财务数据未经审计。

### 分析师

董征

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

### 评级观点

跟踪期内, 江苏阳光集团有限公司(以下简称“公司”)坚持以毛纺服装为主营业务的基础上, 推动多元化经营, 光伏板块已成长为公司新的收入来源。同时, 联合资信也关注到毛纺行业和光伏行业景气度下滑、光伏行业融资难度加大等因素对公司信用水平的不利影响。

随着 2012 年下半年公司国内外光伏电站项目完成并网, 进入运营及对外出售阶段, 截至目前盈利状况良好; 2013 年公司完成对亏损严重的子公司宁夏阳光硅业有限公司破产清算, 2012 年一次性计提的大额减值损失业已消化; 2013 年下半年公司为优化产业结构、降低房地产业务资金占用, 将房地产板块剥离至母公司, 降低资金链紧张风险, 集中资源发展毛纺服装主业。未来, 随着国家对光伏产业扶持力度的加大, 以及公司光伏产品结构逐步转型, 公司光伏板块的收入水平及盈利能力将得到提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于以上, 联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望由“负面”调整为“稳定”, 并维持“13 阳光 MTN1” AA 和“13 阳光 CP001” A-1 的信用等级。

### 优势

1. 公司是全球最大的毛纺生产企业, 生产设备和先进技术, 品牌和规模优势显著。
2. 随着 2012 年下半年公司国内外光伏电站项目完成并网, 进入运营及对外出售阶段, 光伏产业产品结构逐步转型, 有助于公司建立新的收入来源。
3. 跟踪期内, 公司将房地产板块剥离至母公司, 有助于公司降低资金占用、集中资源发展毛纺服装主业。

### 关注

1. 原材料及劳动力成本攀升等外部因素对公司纺织业务造成不利影响。
2. 跟踪期内，光伏行业景气度低迷，欧美“双反”调查、国内产能过剩以及光伏发电上网电价的下调，对国内光伏企业的发展带来了挑战。
3. 跟踪期内，公司着力拓展光伏电站业务，电站建设前期垫支要求较高，未来将面临一定的资金压力。
4. 跟踪期内公司其他应收款规模大，对公司资金形成了一定的占用。

## 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与江苏阳光集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江苏阳光集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因江苏阳光集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由江苏阳光集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于江苏阳光集团有限公司主体长期信用及存续期内的“13 阳光 MTN1”和“13 阳光 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

江苏阳光集团有限公司（以下简称“阳光集团”或“公司”）前身是成立于 1986 年的江阴市精毛纺厂，是由新桥镇投资的乡镇企业。1993 年 7 月，经江苏省经济体制改革委员会批准同意，组建了“江苏阳光集团公司”。2001 年 3 月经江苏省江阴市人民政府农村集体资产管理办公室批准，江苏阳光集团公司改制成江苏阳光集团有限公司，公司性质变为有限责任公司。截至 2013 年 9 月底，公司注册资本为 19.54 亿元，江苏阳光控股集团有限公司持股 100%。公司实际控制人为陆克平（持有江苏阳光控股集团有限公司 58.29%的股权）。

公司是一家多元化的控股集团，目前已形成以毛纺服装为主业，涉及太阳能、房地产、热电等其他产业的经营架构。公司先后被评为江苏省重点企业集团、国家级重点企业集团，是纺织行业中国家重点扶持的 33 家企业之一。

公司内设 17 个职能部门。截至 2013 年 9 月底，公司拥有子公司 50 家，其中下属企业江苏阳光股份有限公司（以下简称“阳光股份”，股票代码 600220）于 1999 年 9 月在上海证券交易所上市；2011 年，公司子公司海润光伏科技股份有限公司（以下简称“海润光伏”）与江苏申龙高科集团股份有限公司（上海证券交易所上市公司，股票代码 600401，股票简称“ST 申龙”）达成了换股交易预案，2012 年 2 月 17 日，海润光伏重组申龙高科，在上海证券交易所复牌上市。

截至 2012 年底，公司（合并）资产总额 351.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益

40.06 亿元）139.53 亿元；2012 年公司实现主营业务收入 141.89 亿元，利润总额-2.39 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司（合并）资产总额 331.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益 38.85 亿元）135.55 亿元；2013 年 1~9 月公司实现主营业务收入 93.27 亿元，利润总额 4.16 亿元。

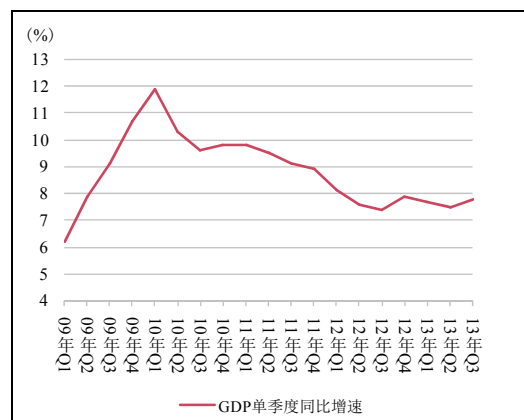
公司注册地址：江苏省江阴市新桥镇陶新路 18 号；法定代表人：陈丽芬。

## 三、宏观经济和政策环境

### 1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年前三季度中国实现国内生产总值 386762 亿元，同比增长 7.7%；三季度 GDP 同比增速回升至 7.8%，预计全年增速将超年初预定经济增长目标 7.5%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013 年前三季度，中国规模以上工业增加值同比增长 9.6%，增速比上半年加快 0.3 个百分点；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润

总额 40453 亿元，同比增长 13.5%，增速比上半年加快 2.4%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：①消费需求增长平稳。2013 年前三季度社会消费品零售总额为 168817 亿元，同比名义增长 12.9%，增速比上半年加快 0.2 个百分点。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年前三季度固定资产投资（不含农户）309208 亿元，同比增长 20.2%，增速比上半年高 0.1 个百分点；三次产业投资同比分别增长 31.1%、17.1%、22.3%。③对外贸易增速进一步下滑。2013 年前三季度，中国进出口总额为 30604 亿美元，同比增长 7.7%，增速比上半年回落 0.9 个百分点；其中出口金额增长 8.0%，增速回落 2.4 个百分点，1 进口金额增长 7.3%，增速上升 0.6 个百分点，贸易顺差 1694 亿美元，同比增长 14.6%。

## 2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年前三季度，中国财政累计收入为 98389 亿元，累计支出为 91532 亿元，同比增长分别为 8.6%和 8.8%，增幅比上年同期下降 2.6 和 12.3 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年 9 月底，M2 存量达 107.7 万亿，同比增长 14.2%，增速比二季度末高 0.2 个百分点。从社会融资规模来看，2013 年前三季度社会融资规模为 13.96 万亿，比上年同期多 2.24 万亿；其中人民币贷款 7.28 万亿，同比增长 8.3 个百分点；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，同比增速分别达到 111.6%和 125.8%。人民币汇率方面，截至 2013 年 9 月底，人民币兑美元汇率中间价为 6.1480 元，比 6 末升值 0.50%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22

日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持

续健康稳定发展。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 区域经济概况

公司地处江阴市，其经营发展取决于江阴市经济水平及未来发展规划。

江阴市位于长江三角洲中部，面积988平方公里，北濒长江，南临太湖，西连常州，东邻苏州，距上海、南京各150公里左右，是一座滨江港口城市。江阴市有15个镇，1个街道办事处，250个行政村，7289个村民小组，106个社区居民委员会（其中18个为村区合一）。2012年末，江阴市全市户籍总人口122.4万人，城市建成区面积53.8平方公里。

江阴市北枕长江，有长江公路大桥与泰州市相连；南近太湖，有锡澄高速公路与无锡市相接；东接苏州；西连常州，地处苏锡常“金三角”几何形中心，是长江下游集水、路、铁于一体，江、河、湖、海联运的重要交通枢纽城市。

2012年，江阴市国民经济保持平稳增长。全市实现地区生产总值2535.4亿元，按可比价格计算，比上年增长10.60%。其中第一产业增加值47.7亿元，增长4.6%；第二产业增加值1443.9亿元，增长9.5%；第三产业增加值1043.8亿元，增长12.4%。产业结构继续优化，第一、第二、第三产业增加值在地区生产总值中的构成比例为1.9:56.9:41.2，三产增加值占GDP比重比上年提高1.0个百分点。

2012年，江阴市工业经济较快增长。全市完成工业总产值6461亿元，增长2.5%；其中规模以上工业企业实现产值6003.0亿元，增长3.7%。规模以上工业中，轻工业实现产值1698.8亿元，增长8.3%；重工业实现产值4304.2亿元，增长2.0%。在全市跟踪统计的15种重点产品中，有11种产品的产量实现增长。工业骨干企业支撑作用明显。华西村、兴澄特钢、三房巷集团、新长江实业、阳光集团等5家企业集团主营业务

收入超200亿元，西城三联、法尔胜集团、海澜集团、双良集团、中油沥青、扬子江船厂、澄星实业、华宏实业等8家企业集团主营业务收入超100亿元，10家企业超50亿元，10家企业超30亿元，11家企业超20亿元，33家企业超10亿元。68家工业企业利税总额超亿元，其中超60亿元1家，超10亿元的11家。百强企业贡献继续增大。全市工业百强企业全年完成产品销售收入4093.3亿元，实现利税414.4亿元，分别占全市工业总量的64.1%和63.6%。

总体来看，江阴市区域经济实力和财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的区域环境。同时，城乡居民收入水平的提高，加大了对城市基础设施和公用事业的需求。公司业务发展前景良好。

## 2. 毛纺服装行业

### (1) 行业概况

毛精纺行业是纺织行业重要子行业，按加工工艺主要分为精纺呢绒、粗纺呢绒、绒线、毛针织品等行业门类。精纺呢绒在纺织工业中生产加工工艺技术最为复杂，被称为“技术纺织”，其产品主要用于高档服装，附加值较高，被誉为纺织产品家族的“黄金贵族”。精纺呢绒产品作为高档服装面料，历来在发达国家充当着高档消费品的角色，其生产设计也曾一度由意大利、英国、德国、日本、韩国、台湾等国家和地区所控制。随着全球化进程的不断推进，过去处于国际先进水平的意大利、英国、日本、韩国等国家的毛纺行业企业数量逐步减少，并将自己的加工基地向中国等发展中国家转移；发达国家利用研发、设计、品牌、营销网络上的优势控制着供应链中的零售环节，以获取更大的利润。

2012年纺织行业销售增速延续2011年下半年以来的回落走势，全球经济环境的低迷使得纺织服装的需求增速依然持续放缓。2012年，纺织行业利润下降，企业亏损面扩大，上半年规模以上纺织企业累计实现利润总额917亿元，

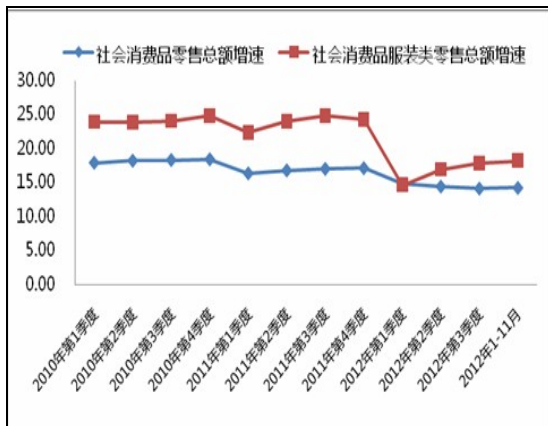
同比下降2.4%，增速比上年同期低40.5个百分点；规模以上企业亏损面达18.6%，较上年同期高5.4个百分点。

2012年，受到外需不振、内需增长趋缓、生产要素成本持续上升等因素的影响，中国服装行业进入调整转型期，增速放缓，企业面临着转型升级的紧迫压力。规模以上企业产量增速放缓，规模以下企业产量有所减少，服装总产量与2011年基本持平。根据国家统计局数据，2012年规模以上企业累计完成服装产量267.28亿件。同比增长6.20%。其中梭织服装135.10亿件，针织服装132.19亿件，分别比2011年同期增长7.73%和4.68%，产量增速渐缓。2012年，中国服装行业规模以上企业实际完成投资2610.92亿元，与2011年同比增长25.97%，增幅下降了15个百分点。

从销售看，根据中华全国商业信息中心统计，2012年服装类商品零售价格同比继续上涨，涨幅达到10.0%。服装价格持续上涨明显抑制了消费者对服装消费的需求，2012年，全国重点大型零售企业各类服装零售量同比仅增长2.3%，比上年低2.1个百分点，是2001年以来的最低水平。量价增长贡献上，2012年服装价格上涨对整体销售的贡献继续提升。根据测算，2012年，全国重点大型零售企业服装单价上涨对整体零售额增长的贡献超过80%，达到81.6%，是近些年来最高水平，而零售量的贡献仅为18.4%。国家统计局数据显示，2012年1-11月，服装类商品零售额累计8611亿元，同比增长18.2%，比2011年同期下降6个百分点。2012年1-11月，全国重点大型零售企业服装销售额1823.2亿元，同比上升12.57%，比2011年下降7.04个百分点。在消费低迷背景下，服装类企业收入与净利润增速持续放缓。服装家纺2012年总体收入同比增长5.28%，净利润同比增长0.5%。



图2 近年中国服装零售增长情况



资料来源: wind 资讯

据中国海关统计, 2012年1-11月, 中国累计完成服装及衣着附件出口1445.31亿美元, 同比上升3.4%。其中服装出口1171.87亿美元, 同比增长2.29%, 出口数量为262.23亿件, 同比下降1.69%, 下降幅度比2011年增大了0.8个百分点; 出口平均单价4.47美元, 同比增长3.9%。

伴随着服装销售增速的显著下滑, 服装市场各品牌之间的竞争激烈程度也明显加剧, 品牌集中度水平呈现明显下降, 领先品牌的领先优势有所缩小。根据中华全国商业信息中心的统计, 2012年全国重点大型零售企业主要服装类商品销售前十位品牌市场综合占有率合计相比2011年均呈现不同程度的下滑, 整体平均下滑幅度达到4.1个百分点, 由此可以看出2012年服装市场品牌竞争激烈程度较2011年有所加剧。

从外部竞争环境来看, 周边东南亚国家凭借低廉的劳动力及政府扶持措施, 大力发展纺织服装加工出口, 在中低档纺织服装领域逐渐成为中国有力的竞争者。受以上因素的影响, 成本压力显著上升。

2013年, 纺织服装行业持续低迷, 根据国家统计局数据, 纺织品方面, 2013年1-7月全国共生产布匹376.28亿米, 同比增长8.50%, 增速环比下滑0.4个百分点; 全国共生产纱1955.68万吨, 同比增长8.44%, 增速环比减缓0.37个百分点。服装方面, 2013年1-7月全国共生产服装

146.27亿件, 同比减少0.29%, 其中, 针织服装的产量下滑较为显著, 1-7月全国针织服装产量为70.81亿件, 同比减少2.87%; 另外, 梭织服装、羽绒服、西服套装、衬衫等产量分别为75.46亿件、1.46亿件、3.22亿件和6.06亿件, 同比分别增长2.32%、10.83%、-0.17%和2.63%。

## (2) 行业竞争

中国毛纺产业布局主要集聚在靠近市场的沿海地区, 上下游产业链配套齐全, 产业集群作用凸显, 企业技术进步突飞猛进, 国际竞争力不断增强, 加之在全球经济一体化的趋势下, 中国承接了全球产业的转移, 使得近年中国毛纺产品出口快速增长。当前毛纺服装类产品的国际市场份额达到45%, 非服装类产品的国际市场份额超过15%。随着内需的持续增长和国际市场份额的稳步上升, 中国毛纺工业一直处在上行的发展阶段。目前中国毛纺工业产能世界第一, 中国羊毛年加工量达40万吨(净毛), 约占世界羊毛加工总量的35%。江苏、上海、山东、浙江、天津仍然是精梳呢绒的主要出口地区。

与棉纺行业等不同, 精毛纺行业存在着一定的进入壁垒。精梳呢绒生产涉及的工序环节达100多道, 所用纺织设备90%以上需要进口, 一家企业从进入精纺呢绒行业到真正实现规模化生产并获得稳定的订单, 往往需要10年以上的时间, 对技术水平、设备工艺和资金投入均要求较高。

从全球来看, 意大利、英国和日本作为传统的精纺工业强国, 凭借其在科研和设计等方面的显著优势, 主要占领高端市场。中国毛纺企业由于科研能力、技术水平及生产规模方面存在较大差异, 产品覆盖高、中、低端各档次, 部分企业技术实力较强, 产品档次已超越日韩, 挤入高端市场。目前国际上高端市场是指精梳呢绒支数在100支以上的, 主要生产地区在英国、意大利和中国, 支数100支以下的中、低端市场集中在东亚地区。

中国的精梳呢绒行业通过多年的发展, 形

成了基本稳定的竞争格局。从生产能力、技术水平以及在国内外的知名度来看，目前中国具有较强竞争实力的精梳呢绒生产厂商主要是江苏阳光、南山纺织、山东如意和凯诺科技，产能合计占全行业产能的 30%以上，其余毛纺织企业规模较小、技术落后，竞争能力弱。

从地域分布来看，随着对外贸易规模的迅速增长，中国精纺行业原有的生产能力逐渐从一些大城市退出，向海运优势明显的沿海区域长江三角洲、珠江三角洲以及山东等地集中，并出现了带有区域特色的产业集群，如江苏阳光、凯诺科技所在的江苏江阴毛纺产业集群。

### （3）行业技术水平

精纺呢绒产品作为高档服装面料，历来在发达国家充当着高档消费品的角色，其生产技术也曾一度由意大利、英国、德国、日本、韩国、台湾等国家和地区所控制。近年来，发展中国家尤其是中国的毛纺企业利用全球毛纺行业调整趋势，抓住发展机遇，不断进行技术改造和技术创新，逐渐具备了生产中、高档产品的技术实力和工艺水平。在研发方面，中国走在行业前列的江苏阳光、南山纺织、山东如意和凯诺科技等企业已经能够与世界顶级羊毛制品企业竞争，技术差距在不断缩小。

### （4）行业关注

#### **市场需求乏力，原材料和劳动力成本上升，毛纺行业处于景气周期下行阶段**

受到国内外整体消费需求乏力、订单萎缩、增长动力不足以及主要原材料、用工成本上升等因素的影响，2011 年以来，纺织服装行业景气度下滑。作为纺织行业的重要子行业，毛纺织行业同样面临国外客户订单下降的压力。自从经济危机以来，受到外部需求严重冲击的中国毛纺织企业充分认识到国内市场的重要性——不仅中国国内的潜在需求量大，而且需求稳定。2010~2012 年，中国毛纺织和染整加工业的内销比例分别为 86.25%、84.95% 和 82.28%，较为稳定。由于国际采购商采取全球招标的采购方式，必然使中标价格维持在相对

低位，而国内市场随行就市的议价方式能够保证企业获得高于国际市场的利润率。此外，随着人民生活水平的上升，消费者对高端纺织品的需求也越来越旺盛，国内市场将成为毛纺企业的核心市场。

### **毛纺行业对上游议价能力较弱**

毛纺行业的上游原料以羊毛为主，生产高品质精梳呢绒所需羊毛主要依赖进口，对外依存度较高。2012 年，中国共进口羊毛 35.21 万吨，其中含脂毛 28.74 万吨，整体羊毛进口量同比增长 1.21%，其中超过 70% 来自澳大利亚。作为全球最大的羊毛生产国，为保护当地畜牧业，澳大利亚的羊毛主要通过澳大利亚政府下属的国际羊毛局定期举办拍卖会的形式出售羊毛。中国毛纺企业由于较为分散，单一企业规模较小，中国毛纺企业的整体议价能力较弱。

### **汇率变动影响**

中国纺织行业外向型企业较多，出口规模较大，但由于品牌文化、技术实力、设计能力等方面同服装产业发达的国家相比存在较大差距，整体产品附加值相对较低，出口竞争力主要依靠成本优势。自 2005 年 7 月汇率形成机制改革以来，人民币对美元的汇率逐年呈升值趋势。2008 年金融危机之后，人民币大幅升值，截至 2012 年 9 月底，人民币对美元的汇率达到 1: 6.34。目前，人民币汇率走势仍然面临来自外部的升值压力。中国的纺织服装产品出口比重较大，且很大一部分是以美元计价，人民币对美元的升值必然会抬高出口纺织服装产品的价格，削弱该出口产品竞争力，导致纺织服装产品的外贸收入大幅减少，从而对全行业的出口业绩造成较大负面影响。

### （5）行业政策和发展趋势

2010 年底发布的《纺织工业“十二五”科技进步纲要》对“十二五”时期纺织行业开发应用核心技术，成为世界上自主掌握纺织高新技术的主要国家之一提出了要求，具体实施目标包括主流工艺、技术和装备达到国际先进水平；大规模实现清洁生产，基本建立低碳、绿

色、循环经济体系；主要企业具备较强的自主创新能力，技术和产品研发、检测中心完备，拥有高素质、专业化的科技创新人才队伍，研发投入强度达到 3%~5%；行业信息化技术开发和应用接近或达到国际先进水平，推动管理和营销模式的现代化；生产效率继续提高，到“十二五”末，规模以上企业劳动生产率争取比 2010 年翻一番。根据上述目标，“十二五”期间的纺织行业科技进步重点实施内容为：突破十大类 50 项关键技术，其中包含的织造关键技术、印染高新技术、现代纺织服装制造技术、纺织标准研究等与公司密切相关的技术创新领域；在全行业重点推广 110 项先进适用技术，其中包括纺纱织造环节、服装制造环节和染整环节。这些要求旨在逐渐改变中国传统纺织行业经济附加值低、环境污染较严重的局面，提高行业整体竞争力。

2012 年 1 月 19 日，工业和信息化部发布了《纺织工业“十二五”发展规划》，以推进纺织工业由大变强。纺织服装行业作为国内市场化程度最高的行业之一，近年正在经受着来自于外部市场需求波动以及包括劳动力成本上涨等行业本身压力，行业也正处于战略转型的重要关口。《纺织工业“十二五”发展规划》的制定，为行业的整体产业发展提供方向，也为行业未来投资机会的挖掘提供指引。《纺织工业“十二五”发展规划》提出纺织工业发展总量目标，“十二五”期间行业规模以上纺织企业工业增加值年均增长 8%，工业增加值率提高 2 个百分点。至“十二五”末全行业出口总额达到 3000 亿美元，年均增长 7.5%。全行业纤维加工总量达到 5150 万吨，年均增长 4.5%。产品质量水平进一步提高，品牌建设能力明显增强。形成具有国际影响力的品牌 5~10 个，国内市场认知度较高的知名品牌 100 个。年销售收入超百亿的品牌企业 50 家，品牌产品出口比重达到 25%。

总体看，国内纺织服装产业正由“产能扩张”向“价值增长”、由“依赖出口”向“内外

兼顾”转变。未来一段时间，中国纺织服装产业发展速度将放缓，但产业体系的构建、价值体系的重塑、市场体系的完善等，将使纺织服装产业内在素质得到根本提升，从而完成中国纺织服装产业在国际分工中产业地位的升级，并以此赢取未来发展的契机。作为纺织服装产业的高端产品，受益于行业的深刻变革和国内消费升级趋势，毛纺行业的技术更新和产业升级步伐将加快。

### 3. 太阳能行业

#### (1) 行业概况

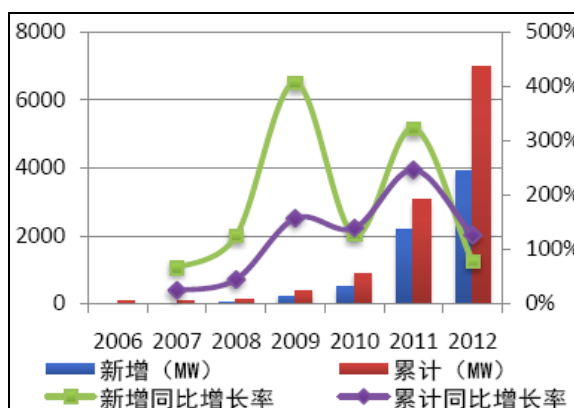
光伏电站建设所需的电池片及电池组件产能主要集中在以中国为首的亚洲地区。相对于欧美等发达国家 50 多年的发展来说，光伏产业在中国的发展史很短，但发展速度很快。自 2004 年以来，中国在晶体硅太阳能电池生产能力方面呈现出快速增长，2007 年国内晶体硅太阳能电池片产量达 1088MW，晶体硅太阳能电池组件产量达 1380MW，超过日本和欧洲，成为世界第一大晶体硅太阳能电池生产国。由于中国晶体硅太阳能电池应用市场仍处在发展阶段，应用市场需求量较小，因此中国晶体硅太阳能电池 90%以上都销往欧洲、美国、日本等主要应用市场。

光伏电站是目前光伏产业链中盈利能力最强的环节。随着国家支持光伏的政策不断推出，国内电站建设进入了实质性的发展阶段。目前光伏企业介入地面电站的商业模式已经成熟，除部分电站项目是打算长期持有外，大部分光伏企业开发电站的商业模式是成立电站开发公司，通过申请获得电站项目的开发权，通过 EPC 建设电站并实现并网，最后将项目公司出售给电站购买方快速回笼资金，实现电站的滚动开发。电站购买方主要是能源央企的下属子公司和一些产业基金。国内光伏电站的运营，因电站审批和并网存在壁垒，虽然相关运营企业的盈利能力较高，但是进入还是有相当的门槛。据测算，国内部分地区运营光伏电站的内部收

益率达 10%-15%，因此此类电站运营一般为五大发电等国企央企。

截至 2012 年底，全国光伏发电装机达到 7GW，太阳能发电（并网）328 万千瓦，同比增长 47.8%，新增光伏装机容量约为 4GW。

图 3 中国历年光伏装机容量



资料来源：EPIA

产品价格方面，2011 年下半年以来，光伏产品价格持续下跌，从晶硅到组件价格都持续下滑，到 2012 年 10-11 月已经跌破众多中小企业的成本价，跌势基本企稳。2012 年组件价格从年初的 0.9 美元/瓦下降到年底的 0.65 美元/瓦。进入 2013 年后，受补库存以及新兴区域需求增加的刺激价格略有回升，但是价格仍然偏低，企业盈利水平较差。根据 solarzoom 统计，2012 年 11 月以来，多晶硅价格在 140 元/公斤附近小幅震荡。长期来看，仍然需要产能的调节完成，这样才能保证价格维持在使企业获得盈利的水平。在产能调整结束，需求大幅启动

之前，价格将持续维持低位。在这种情况下，行业仍需调节产能，那些现金充足、融资能力强、技术先进、成本控制好的企业能够生存下来。

## (2) 行业政策

由于光伏发电的成本较高，完全商业化运作的价格上无法与火电竞争，因此现阶段光伏发电市场仍然是一个政策性很强的市场，各国对光伏产业的扶持政策力度决定了光伏产业未来一段时间内发展的方向。

目前各国扶持光伏产业的补贴政策主要可以分为两类：一类是投资补贴法，即对安装光伏系统直接进行补贴，如日本；一类是上网电价法，即对光伏发电的上网电价进行设定，设定的价格高于传统的火电、水电等上网电价，如德国、西班牙等。在相关补贴政策支持下，全球范围内光伏发电成本下降迅速，因此各国开始考虑减少补贴以减轻财政负担，同时保证投资者合理的投资回报率。

自 2010 年开始，欧洲国家相继出台光伏上网电价下调政策，一定程度上对系统电价产生了压力。2011 年以来不断加重的欧债危机使得下游电站投资者融资难度加大，光伏电站装机容量增速显著放缓，供需失衡引发全产业链产品价格出现不同幅度下滑，以组件出口为主的中国光伏产业受到较大的影响，行业内盈利状况快速恶化。

表 1 目前世界主要市场国太阳能发电补贴政策

国家	政策种类	政策动向
德国	上网电价补贴	2012年4月份开始一次性对补贴降低20%-30%的计划将继续实施；累计光伏装机容量达到52GW上限后，上网电价补贴将被完全取消；太阳能电力将开始以市场价格接入电网；每年2.5GW-3.5GW的年增长目标仍然维持不变；将10~40kW的系统从原有的10~1000kW中独立出来，收购电价从16.5欧分提升至18.5欧分。
意大利	上网电价补贴	对2011年6月-2016年的光伏补贴设定上限为23GW，每年光伏补贴资金为60-70亿欧元。2012年上半年和下半年将分两次进行8-12%的进一步下调；2013-2016年，按照每个季度进行4%的下调。2012年下半年将不设立大型光伏电站项目登记处；停止对农业用地的大型光伏系统发放补贴。意大利光伏补贴已触及60亿欧元上限，第五能源法案于8月27日生效。2012年10月，意大利累计光伏装机量已达到15.9GW，光伏补贴资金仅剩下2.41亿欧元。
西班牙	上网电价补贴	2011年二季度生效的补贴政策：小型屋顶项目的补贴为28.88欧分，下降了8%，大型屋顶项目为20.37欧分，下降了27%，地面安装系统为13.46欧分，下降了46.5%。2012年起

		取消对新建可再生能源发电补贴，不影响已运营或在建的电厂补贴。
美国	投资税负优惠+贷款担保	给予商业太阳能安装30%的投资赋税优惠（ITC）直至2011年底。奥巴马2013财政年度预算将延期“1603财政部计划”。
日本	家用太阳能发电设备导入补助+剩余电力收购	2012年7月1日起，日本正式开始实施《光伏补贴法案》。根据这一法案，在未来20年内，日本的电力公司必须以每千瓦时42日元（约合3.3元人民币）的价格收购日本企业利用太阳能生产的电力。

资料来源：EPIA

中国对非招标太阳能光伏发电项目实行全国统一的标杆上网电价。2011年7月1日以前核准建设、2011年12月31日建成投产、发改委尚未核定价格的太阳能光伏发电项目，上网电价统一核定为每千瓦时1.15元（含税）；2011年7月1日及以后核准的太阳能光伏发电项目，以及2011年7月1日之前核准但截至2011年12月31日仍未建成投产的太阳能光伏发电项目，除西藏仍执行每千瓦时1.15元的上网电价外，其余省（区、市）上网电价均按每千瓦时1元（含税）执行。通过特许权招标确定业主的太阳能光伏发电项目，其上网电价按中标价格执行，中标价格不得高于太阳能光伏发电标杆电价；对享受中央财政资金补贴的太阳能光伏发电项目，其上网电量按脱硫燃煤机组标杆上网电价执行。

2012年以来，中国出台了一系列的政策支持光伏发电，包括《可再生能源十二五能源规划》、《太阳能十二五能源规划》、《国家电网关于加强分布式光伏发电并网工作的意见》等。2012年9月，国家能源局发布了《关于申报分布式光伏发电规模化应用示范区的通知》，提出国家对示范区的光伏发电项目实行单位电量定额补贴政策，对自发自用电量 and 多余上网电量实行统一补贴标准。2012年10月，国家电网正式发布《关于做好分布式光伏并网服务工作的意见》，其中明确从11月1日开始，电网企业对适合的分布式光伏发电项目业主提供接入系统方案制订、并网检测、调试等全过程服务，不收取费用，富余电力全额收购。按照国家电网的规定，分布式光伏发电是指10千伏及以下

电压等级接入电网、且单个并网点总装机容量不超过6兆瓦的光伏发电项目。2013年3月初国家发改委向部分政府机构、相关光伏发电企业下发《<关于完善光伏发电价格政策通知>的意见稿》（以下简称“《意见稿》”），对分布式发电和大型地面电站发电进行了区分。对分布式电站，自用部分每度电0.35元的补贴，上网部分电价按当地脱硫燃煤电价补贴。大型地面电站发电进一步下调上网电价，并将全国分为四类地区，上网电价按地区分类定于0.75-1元/千瓦时。《意见稿》明确了20年的补贴年限，解决了电站业主的后顾之忧，投资回报率的问题得以解决。2013年6月，国务院提出六大措施支持光伏产业走出困境。7月，国务院办公厅下发《国务院关于促进光伏产业健康发展的若干意见》，不仅将《可再生能源发展十二五规划》中光伏发电的目标调整为35GW，更明确了分布式发电、光伏电站建设和国际市场的递进发展思路。2013年7月，中国财政部发布《关于分布式光伏发电实行按照电量补贴政策等有关问题的通知》，文件规定国家对分布式光伏发电项目按电量给予补贴，补贴资金通过电网企业转付给分布式光伏发电项目单位。至于补贴标准，文件表示将综合考虑分布式光伏上网电价、发电成本和销售电价等情况确定，并适时调整。2013年7月14日，国务院总理李克强14日主持召开国务院常务会议，指出支持光伏产业走出困境并健康发展的六项措施，其中第四项为“鼓励金融机构采取措施缓解光伏制造企业融资困难”。

税收方面，根据财政部、国家税务总局2008年印发的关于资源综合利用及其他产品

增值税政策的通知，利用风力生产的电力，增值税实行即征即退 50% 的政策。2012 年底，国务院常务会议明确提出，要完善中央财政资金支持光伏发展的机制，光伏电站项目执行与风电相同的增值税优惠政策。目前，光伏电站运营企业增值税为 17%。据测算，如增值税下调 8.5 个百分点，相当于上网电价增加 0.02-0.04 分/度，电站回报率将上升 1%-2%。随着光伏电站运营利润的增加，对下游的设备销售也将产生带动作用。

### (3) 行业关注

#### 光伏行业产能过剩严重，行业处在低谷阶段

2011 年以前光伏产品的高利润吸引了大量新产能进入，供过于求情况较为严重。2012 年全球光伏新增装机容量约 31GW，全球光伏组件产量约为 39GW。截至 2012 年底，全球光伏的组件产能在 50-60GW，其中中国产能达到 40GW 以上。由于国外主要光伏市场国家补贴大幅减低并对中国产品提出“双反”，而国内太阳能装机容量尚不足，需求未释放，上游晶硅龙头皆为外企，光伏行业两头在外的特征使整个行业暴露在欧美市场的风险中。2012 年以来行业风险集中爆发，欧美补贴政策变化使无锡尚德、江西赛维、超日太阳能等一批企业相继陷入危机，其他光伏企业的经营状况也出现明显恶化。光伏行业开始留强汰弱逐步退出，产能退出变得越来越激烈。新增产能很少，在产大厂 2012 年基本没有扩产；另一方面，对于已经难以维持生产的产能收购，市场也变得很谨慎。根据 EPIA 的预测，全球预计 2013 年光伏新增装机需求能到 34.75GW 左右，2014 年接近 36.5GW，2014 年将达到供需平衡。

#### 贸易壁垒加剧了国内光伏行业的窘境

美国和欧洲相继对中国光伏生产企业展开反倾销调查。2011 年 11 月，美国对中国光伏生产企业展开了“双反”调查并于 2012 年 5 月做出初裁，对中国出口的电池组件征收

30%~250% 的反倾销关税。2013 年 6 月，欧盟委员会作出裁决，宣布欧盟将从 6 月 6 日起对产自中国的光伏产品征收临时反倾销税，前两个月的税率为 11.8%，此后将升至 47.6%。但在 2013 年 7 月 27 日，中欧就中方出口到欧盟的光伏产品的价格达成了承诺协议，最低进口价格为每瓦 0.56 欧元。此次协议还规定中国可向欧盟市场提供不高于 70 亿瓦光伏面板，大约相当于 2012 年欧盟光伏面板消费总量 150 亿瓦的 47%，超出部分加征 47.6% 关税。2011 年，中国约 358 亿美元光伏产品出口中，超过六成出口到欧盟，出口欧盟产品价值 210 亿欧元（约合 265 亿美元）。2012 年，由于对“双反”的预期以及对东南亚等新兴市场的大力开拓，中国对欧盟光伏产品出口比例降至 38.65%。

总体看，中欧谈判的结果避免了中国光伏产品全部被加征 47.6% 关税的情况，该协议的达成对以电池片及组件生产为主的龙头企业承受能力较大，同时进口配额限制有助于促进国内光伏产业优胜劣汰，加速去产能进程。

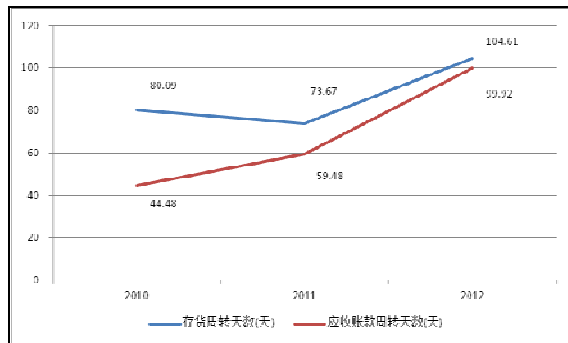
#### 企业财务风险加大，融资问题凸显

近年，光伏企业财务风险日益加大。一方面，由于光伏行业产能过剩严重、产品价格下跌，造成企业盈利能力日益下降，现金回流情况差（中国光伏产业联盟的数据显示，光伏组件价格近几年下降了 86.6%，系统价格下降了 83.3%）；光伏企业存货周转天数和应收账款周转天数大幅上升，企业资金回笼慢，大量资金被存货挤占，企业不得不通过借债来维持生存。另一方面，企业融资环境愈发恶化，2011 年以来行业的持续低迷使得银行开始采取停贷、观望态度；而债市方面，光伏企业普遍因财务状况恶化而在发债方面受到限制，尚德可转债危机、“超日债”等事件也给光伏企业发债带来了更多的不利因素。

经营和融资两方面的危机使得企业现金流紧张，偿债能力大幅下降。除了一般性财

务风险，严重依赖国外市场的光伏企业还面临较大外汇风险。随着欧元和美元的贬值，行业面临较大的汇兑风险。

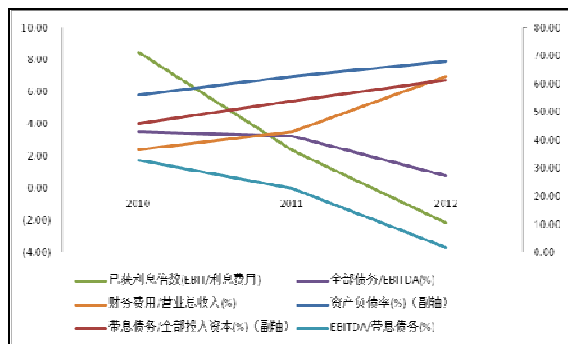
图 4 2010-2012 年主要光伏上市公司经营效率情况



资料来源：联合资信整理

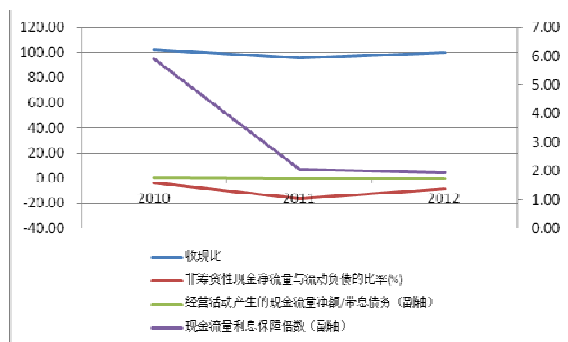
注：图表 4-6 包含 20 家 A 股及美股上市光伏企业（不包括以生产硅材料为主的光伏企业）的财务数据，已剔除最小值和最大值。

图 5 2010-2012 年主要光伏上市公司债务负担情况



资料来源：联合资信整理

图 6 2010-2012 年主要光伏上市公司现金流情况



资料来源：联合资信整理

总体看，随着欧盟“双反”事态的和解，行业将完成整合去产能，逐步挤出无效产能，开始重新建立市场供需新格局，尽管国内光伏企业大多存在短期经营、财务风险，但中国光伏行业正在走向转型升级和良性发展的

道路。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

江苏阳光控股集团有限公司持有公司 100% 的股权，陆克平先生持有江苏阳光控股集团有限公司 58.29% 的股权，为公司实际控制人。

### 2. 企业规模

公司是一家以精毛纺面料为主导产业，集洗毛、制条、条染、复精梳、纺纱、织布、印染后整理于一体的全球最大精毛纺生产企业。在中国纺织工业协会公布的“2011~2012 年度中国纺织服装企业竞争力 500 强”排名中，公司位居纺织服装行业第 12 位。

据中国毛纺织行业协会统计数据，公司 2012 年精纺呢绒面料全程配套生产量居世界第一，是全球最大的毛纺生产企业。截至 2012 年底，公司已具备精纺纱锭 18 万锭/年，精纺呢绒面料 3800 万米/年、服装 350 万套/年的生产能力，与国内外同行业企业同期产能相比，公司规模优势突出。

### 3. 人员素质

公司现有董事长、总经理、财务总监、营销总监、生产技术开发总监、企业管理总监及行政总监等高管人员共 7 人。

公司董事长陈丽芬女士，现年 53 岁，大学本科学历、高级工程师职称，现任公司董事长，兼任阳光股份董事长、总经理。陈丽芬女士作为公司的主要创业者之一，具有丰富的管理经验。曾获“全国青年星火带头人”、“全国纺织巾帼建功标兵”、“江苏省优秀技术开发人才”、“江苏省三八红旗手”、“全国三八红旗手”等荣誉称号，并当选为中国毛纺行业协会第一届理事会常务理事、无锡市第十二届人大代表、无锡市人大常委会委员、全国人大代表、中国纺织系统劳模

范等荣誉称号。

总经理陆克平先生，现年 67 岁，高级经济师，曾任江阴市精毛纺厂厂长兼党支部书记，第九届、十届全国政协委员，曾先后获得“全国乡镇企业家”、“江苏省劳动模范”、“江苏省优秀企业家”、7 次“无锡市优秀企业家”等荣誉称号，陆先生是公司的主要创始人之一，长期在纺织行业中担任管理职务，熟悉国家和地方有关纺织行业的产业政策和法规，具有丰富的企业管理经验。公司其他

高层管理人员也都具有长期从事相关工作的业务和管理经验，整体素质较高。

截至 2013 年 9 月底，公司职工总数 23350 人，从学历构成看，初中及以下占 27.24%，高中和中专学历占 52.89%，大专及以上学历占 19.87%；从年龄结构看，30 岁以下占 36.06%，30 岁至 50 岁占 52.12%，50 岁以上占 11.82%。公司共有初级职称以上人员 4950 人，占总人数的 21.20%。

表 2 截至 2013 年 9 月底公司人员构成情况

项目	文化素质			职 称			年 龄			总人数
	初中以下	高中中专	大专以上	初级	中级	高级	30 岁以下	30 至 50 岁	50 岁以上	
人数	6360	12350	4640	3267	1498	185	8420	12170	2760	23350

资料来源：公司提供

总体看，公司高管人员行业经营和管理经验丰富，公司目前的人才结构和人才储备，基本适应公司发展的需求。

## 六、管理体制

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

## 七、经营分析

### 1. 经营现状

公司以毛纺服装为主业，是中国最大的精毛纺面料生产企业、国家重点高新技术企业。公司还涉足房地产、热电、新能源等产业。公司的房地产业务主要有子公司江苏阳光置业发展有限公司经营，业务广泛覆盖沿长江、沪宁高速及沪杭高速的主要城市。公司在江阴开发西区、江阴云亭、盐城大丰等地，与当地供电局以合资方式投资了四家热电厂，发电主要

用于满足公司生产、生活用电需要，余下部分供给社会使用。在新能源领域，公司下属海润光伏具备年产 6 英寸、8 英寸硅片 9000 余万片，年产单多晶硅棒 2000 吨的生产能力以及太阳能电池片及组件生产能力。到 2011 年下半年，海润光伏纵向一体化产业链得到逐步完善，太阳能电池和组件占营业收入比重均呈增长趋势，2010 年的销售占比为 19.59%，2011 年和 2012 年上升到 41.95%和 34.49%，已经成为公司另一个重要产业。

2010~2012 年公司光伏产业的毛利率逐年下降，主要原因为 2011 年以来光伏行业的扩能速度加快，同时由于欧美经济增长放缓、欧洲出现主权债务危机，部分国家对光伏产业的补贴下调，最终导致光伏产业终端市场需求下降。此外，美国和欧盟相继正式对中国出口的太阳能电池（板）发起反倾销和反补贴调查，这对光伏生产企业形成了显著不利影响，进而加速了整体行业毛利率的下降。

表 3 公司主营业务收入构成（单位：万元、%）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-9 月
----	--------	--------	--------	--------------



	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
毛纺	394160.24	31.00	12.51	446140.11	26.72	15.22	422629.27	29.78	16.74	306810.43	32.89	18.02
服装	204061.63	16.05	21.03	221683.39	13.28	13.72	184786.79	13.02	17.91	92943.51	9.96	17.66
太阳能	249109.67	19.59	20.81	700945.90	41.95	11.83	489348.12	34.49	6.57	343811.05	36.86	10.67
房地产	342824.22	26.96	31.88	220280.45	13.19	36.15	230677.31	16.26	35.16	127850.72	13.71	38.33
热电	53341.37	4.19	18.31	60049.92	3.60	0.19	67785.43	4.78	16.01	55541.60	5.95	11.96
其他	28156.54	2.21	27.65	20786.70	1.26	27.40	23721.95	1.67	3.15	5754.54	0.63	27.89
合计	1271653.68	100.00	21.30	1669886.48	100.00	15.96	1418948.87	100.00	16.60	932711.85	100.00	17.76

资料来源：公司提供

注：①2010年6月公司收购海润光伏科技股份有限公司33.65%的股权，2010年7~12月合并了资产负债表、利润表及现金流量表。

②公司于2013年7月将其下属子公司江苏阳光置业发展有限公司剥离，因此，2013年9月底集团仅合并江苏阳光置业发展有限公司1-6月损益表和现金流量表，未合并资产负债表。

## 2. 毛纺服装板块

公司是全球最大的精纺呢绒生产企业和中高档服装生产基地，目前该业务板块主要是由阳光股份和公司本部来实现，其中阳光股份主要负责生产和销售（含内销和外销）高档面料，并承担所有出口业务；公司本部主要负责生产和销售中低档服装和面料，并面向国内销售。2012年公司毛纺服装业务实现主营业务收入60.74亿元，占总收入的42.80%，较上年略有下降；2013年1~9月，公司毛纺服装业务实现主营业务收入39.98亿元，为2012年全年毛纺服装业务的65.81%。

### 原材料采购

公司主导产品精纺面料所需原材料高级羊毛约99%从澳大利亚进口。由于羊毛采购量较大，相对于国内其他企业，公司在与原料供应商谈判时议价能力较强，通常能获得较优惠的价格。在采购的结算方式上，进口通常采用信用证、T/T汇款，国内采购通常采用银行承兑汇票等银行结算方式。

羊毛是毛纺织行业的主要原料，公司对进口羊毛具有高度依赖性，因此进口羊毛价格的波动成为影响公司盈利的重要因素。由于公司在羊毛采购时易受到市场价格波动、进出口政策变化和原材料供应渠道单一等因素的影响，在经营过程中，公司主要采取了如下几个应对措施，以分散或化解经营风险：①在羊毛采购淡季价位较低时适度增加原材料储备，公司通常情况下维持供应3个月的原材料库存；②公

司在澳大利亚设立了采购办事处减少交易环节，以减小原材料价格变动以及供应渠道单一可能给公司生产经营带来的负面影响。2010~2012年以及2013年1~9月公司羊毛采购情况见表4。

表4 近年公司羊毛采购情况

羊毛采购	2010年	2011年	2012年	13年1-9月
羊毛采购总量(吨)	26365	27121	26411	17627
羊毛采购总额(亿元)	26	29	26	18.58
其中：澳毛采购量(吨)	26167	26923	26235	17515
澳毛采购均价(万元/吨)	9.8	10.6	10.0	10.55
国毛采购量(吨)	189	198	176	112
国毛采购均价(万元/吨)	8.5	9.0	8.5	8.8

资料来源：公司提供

注：以上澳毛为羊毛条价格，即原毛经过洗毛和梳条后的价格。

总体看，公司对进口羊毛具有高度依赖性，且原材料供应客户较为集中，供应渠道较为单一，受羊毛市场价格波动、进出口政策变化等因素影响大。

### 生产加工

公司引进法国、意大利、德国、瑞士、比利时等国家先进的羊毛洗涤、毛条制造、毛条染色、纺纱、织造、后整理生产设备，实现了“洗毛→制条→条染复精梳→纺纱→织造→染整→成检→成品”生产装备全程现代化。

公司有洗毛设备（生产线）2条，年生产

能力达到 12000 吨；制条（生产线）设备 12 台（套），年生产能力达到 12000 吨；条染复精梳设备（生产线）9 条，年生产能力达到 9000 吨；纺纱设备（生产线）18 万锭，年生产能力达到 12000 吨；织造设备（生产线）900 台（套），年生产能力达到 4000 万米；染整设备全套引起意大利、德国进口整理设备，年生产能力达到 3800 万米。公司另有西服装生产线 18 条，年生产高档西服能力达到 210 万套，衬衣生产线 10 条，年生产衬衣能力为 300 万件。

2010~2012 年，公司精纺呢绒面料和服装产量较为平稳；2013 年 1~9 月，公司生产情况正常，公司精纺呢绒面料和服装的产量分别占 2012 年全年的 76.08%和 52.41%，服装受国内外市场环境因素影响下降幅度较大。

表 5 近年公司产品生产情况（万米/万套）

产品	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
精纺呢绒面料	3588	3682	3608	2745
服装	376	389	311	163

资料来源：公司提供

## 市场销售

表 6 近年公司产品国内外销售情况（万米/万套）

产品	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
精纺呢绒面料	3573	3618	3587	2702
服装	371	388	312	162

资料来源：公司提供

公司设立销售部和国际贸易部分别负责国内销售和出口。公司以销定产的经营模式保证了近年来公司产销基本平衡。

截至 2013 年 9 月底，公司在国内五个大区设立 25 多家分公司负责国内销售，另通过 43 家直接代理商、89 家间接代理商，建立了基本覆盖全国的营销网络。公司内销目标客户主要为（1）职业装面料市场，主要为金融系统、通信系统、交通系统、司法机关、国家机关、军队等，面料销售占该市场 50%，其中职

业装占面料销售的 98%；（2）名牌服装企业，主要指宁波、温州、广东、山东、江苏、上海、北京、湖北等 60 多家企业，面料销售占到 30%左右；（3）小服装企业批发客户，主要是广东、福建、温州，面料销售占到 20%左右，服装加工占到 2%左右。

公司内销产品的结算方式：公司内销服装约有 30%客户采用带款提货，另约 70%采用客户先付 15%-30%的定金，保留 5%的质保金后，等余款到账后再发货的收款方式；内销面料约有 70%的客户要求带款提货，30%的客户要求先付 50%-60%的定金，然后余款到账后再发货。

国内各大系统换装安排对公司销售有较大影响，2011 年中国银行系统大换装，服装销量有所提升；2012 年销量有所下降。

表 7 公司近年产品国内销量情况（万米/万套）

产品	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
精纺呢绒面料	2087	2240	2145	1716
服装	230	249	216	162

资料来源：公司提供

表 8 2012 年国内市场销售前五大客户

（单位：万元，%）

客户名称	销售金额	销售占比
总后勤部军需物资油料部	19742.77	4.69
中国银行股份有限公司	11891.52	2.82
中国工商银行股份有限公司	7596.82	1.80
中国建设银行股份有限公司	6605.74	1.57
江苏省电力公司	6520.03	1.55
合计	52356.88	12.44

资料来源：公司提供

面对激烈的服装行业竞争，公司从 2008 年开始开发自主品牌阳光时尚专卖店，在商场、商业中心通过自营与特许加盟的方式建立专卖店，力图打造自有品牌。截至 2012 年底，公司在全国发展的自营店及加盟店 138 家，其中自营店 41 家，加盟店 97 家。未来公司战略重点主要在加强渠道建设，稳步推进品牌连锁专卖店网络。公司目标是，未来 3~5 年内连

锁专卖店达到 300 家以上（连锁店与自营店占比约为 8: 2；自营店预计投入约 1500 万元；资金以自筹为主）。2010~2012 年，阳光时尚专卖店的销售收入分别为 5166.90 万元、3914.62 万元和 5257.24 万元；2011 年由于定位调整，销售收入较上年有所下滑。

出口业务方面，公司经国家商务部批准，在美国纽约、意大利米兰、俄罗斯莫斯科、日本东京等地成立了销售公司以及对外办事处，公司外贸部共有销售人员 128 人。公司毛纺织服装出口市场主要为日本、美国以及欧盟，这三个市场占到了公司整个产品出口量的 95% 以上；在出口份额上，2012 年欧洲约占 22.16%、日本约占 32.65%、美国约占 37.17%。目前，公司拥有 BOSS、AMANI、Calvin Klein、Brooks Brothers 等众多国际一流品牌终端客户群体。

公司出口产品的结算方式为：公司出口产品约有 50% 采用客户先付 20%-30% 的定金，余款到账后再发货的收款方式；另有 20% 产品用信用证方式收款；剩余 30% 产品收款以远期信用证为主，公司通过出口信用保险方式保障公司的出口业务的安全性。

表 9 近年公司产品出口情况（万元/万套）

产品	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
精纺呢绒面料	1486	1378	1442	986
服装	141	139	96	--

资料来源：公司提供

### 3. 太阳能业务

公司的光伏产品包括硅片、太阳能电池片、电池片组件及光伏电站的建设、销售与运营，经营实体为公司下属海润光伏及其子公司的江阴海润太阳能电力有限公司（以下简称“海润电力”）、奥特斯维能源（太仓）有限公司（以下简称“奥特斯维”）、江阴鑫辉太阳能有限公司（以下简称“鑫辉太阳能”）等。公司下属子公司宁夏阳光硅业有限公司（以下简称“宁夏阳光”）是主营多晶硅、单晶硅原料以及太阳能电池的高新技术企业。由于受宏观经济形势和国外对光伏业的政策的变化影响，国内多晶硅行业整体下滑，宁夏阳光成本、技术优势不足，连年亏损。2013 年 1 月宁夏阳光申请破产清算，公司对长期股权投资和往来款一次性计提 2.34 亿元和 12.67 亿元。自此公司旗下将不再有多晶硅、单晶硅原料业务。

表 10 海润光伏主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2011 年			2012 年			2013 年 1-6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
单晶硅片	2819.78	0.40	26.70	102.78	0.02	-14.63	0.17	--	6.11
多晶硅片	6256.96	0.88	16.63	12838.04	2.59	5.08	9231.04	4.48	4.55
电池片	230824.11	32.37	8.51	95911.39	19.31	0.55	35703.91	17.33	2.42
组件	416288.71	58.37	11.65	368128.18	74.13	9.10	133992.31	65.03	3.33
发电收入	--	--	--	4791.07	0.96	66.68	11850.82	5.75	59.07
其他	56979.41	7.99	28.52	14804.03	2.98	46.38	15268.95	7.41	--
合计	713168.97	100.00	12.08	496575.49	100.00	9.01	206047.20	100.00	5.01

资料来源：海润光伏审计报告

#### （1）太阳能电池及组件销售业务 原材料采购

公司主要产品太阳能电池、组件的主要原料为高纯度多晶硅料及多晶硅片，由海润光伏

下设的战略物资采购部具体负责。主要向国内外生产商直接采购，如 REC、BP、Wecker ChemieAG 和保利协鑫能源控股有限公司等供应商，全年采购多晶硅料 2500 吨左右，单晶

硅、多晶硅片 25000 万片左右，由于采购量大，都与供应商签署长期合作合同，能获优于市场的价格。在采购的结算方式上，进口通常采用

信用证、T/T 汇款，国内采购通常采用银行承兑汇票等银行结算方式。

表 11 近三年原料采购情况

多晶硅料采购	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
多晶硅采购总量 (吨)	4452.50	4432.43	5646.05	3010.5
多晶硅采购均价 (去税法: 万元/吨)	22.15	24.19	12.38	4.75
多晶硅采购总额 (亿元)	9.86	10.72	6.99	1.43
单晶硅片采购总量(万片)	706.75	32.57	50.47	66.67
单晶硅片采购均价(去税法, 元/片)	18.45	16.22	6.17	6.88
单晶硅片采购总额(亿元)	1.30	0.05	0.03	0.05
多晶硅片采购总量(万片)	2946.98	12356.05	15024.17	12969.06
多晶硅片采购均价(去税法: 元/片)	15.50	14.07	6.00	6.13
多晶硅片采购总额(亿元)	4.57	17.38	9.02	7.95

资料来源: 公司提供

### 生产加工

目前公司拥有从瑞士、德国、日本等国进口的高速高效精密线切割机 80 台、单晶硅棒制备生长炉 124 台、开方线锯 10 台、多晶硅铸锭炉 16 台以及先进的检测设备。

公司主要产品有单晶硅片、多晶硅片、太阳能电池片、太阳能电池组件。单晶硅片和多晶硅片是太阳能电池片的原材料。太阳能电池片是太阳能发电单元，通过在硅片等衬底上生产各种薄膜，形成半导体 PN 结，把太阳光能转换为电能，太阳能电池功率较小，一般不单独使用，由若干个太阳能片通过串并联的方式组成太阳能电池组件，放大成为可以单独使用的光电器件，可作为离网或并网太阳能供电系统的发电单元。

在 2010 年电池片生产线投产以前，海润光伏的主要业务为生产和销售单晶硅片、多晶硅片，以及外购电池片加工成电池组件并对外销售。随着 2010 年 4 月以来电池片生产线的陆续投产以及 2010 年 12 月对鑫辉太阳能的收购，海润光伏的主要生产经营模式为海润光伏母公司生产单晶硅片及多晶硅片，其中一部分直接对外销售，一部分销售给子公司海润电力、奥特斯维及鑫辉太阳能，由子公司将硅片

加工成电池片，其中一部分直接对外销售，一部分再加工成电池组件后对外销售。

表 12 海润光伏产能情况 (单位: MW)

	硅片	电池片	电池组件
2010 年	480	580	150
2011 年	500	1600	900
2012 年	500	1600	1500

资料来源: 公司提供

### 市场营销

公司在 2009 年前主要产品是单晶硅片和多晶硅片，主要在国内市场销售，2009 年之后，向产业下游延伸，产品主要以晶硅电池及组件，电池部分内销，部分外销，组件 90% 以上销往欧洲、北美国家，其余国内市场销售。同时由于美国经济增长放缓、欧洲出现主权债务危机，部分国家对光伏产业的补贴下调，最终导致光伏产业终端市场需求下降，产品价格下降，致使公司的光伏产品毛利率也同时下降。

公司产品销售的结算方式: 公司客户约有 30%-40% 采用带款提货，40%-50% 客户采用货到后再 T/T 付款的方式，10%-30% 客户采用信用证方式收款。公司还通过出口信用保险方式保障公司的出口业务的安全性。

表 13 公司硅片、太阳能电池片及组件产量及销售情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
----	--------	--------	--------	------------

硅片产量 (MW)	376	486	514	365.83
硅片销量 (MW)	197	27	86	191.65
太阳能电池片产量 (MW)	155	969	1148	815.22
太阳能电池片销量 (MW)	85	416	356	265.73
太阳能电池组件产量 (MW)	95	428	818	560.54
太阳能电池组件销量 (MW)	116	498	814	649.74

资料来源: 公司提供

2010年以来,公司生产的硅片大部分由海润光伏消化,对外销售较少,因此上表中硅片销量较小。2011年海润光伏的部分在建生产线正式投产,太阳能电池片及组件的产销量大幅增长。

表14 2012年太阳能电池片及组件销售前五大客户  
(单位: 万元, %)

客户名称	金额	占比
SCHOTT Solar AG	115332.13	16.14
国电光伏(江苏)有限公司	84517.35	11.83
中国通用技术集团意大利公司	56765.95	7.94
MAGE SOLAR AG	35583.28	4.98
SCHUECO INTERNATIONAL KG	29859.81	4.18
合计	322058.52	45.07

资料来源: 公司提供

2011年以来,受各国政策和经济形势影响,光伏产业进入景气下行周期,硅片、电池片、电池组件等产品价格持续下跌。公司光伏产业成本控制能力较强,各组要产品仍能保持微利,产品售价较市场平均价格为低,具有一定的竞争优势。

表15 太阳能电池组件价格表(单位: 元/瓦)

项目	2011年	2012年	13年1-9月
电池片公司平均售价	5.24	2.56	2.19
电池片市场平均售价	5.30	2.68	2.40
电池片公司制造成本	4.53	2.46	2.00
电池片组件公司平均售价	8.45	4.53	3.68
电池片组件市场平均售价	8.50	4.71	3.70
电池片组件公司制造成本	6.95	4.14	3.40

资料来源: 公司提供

与2012年相比,2013年前三季度公司国

内销售份额增长至71.36%,主要是因为公司为应对美国及欧盟“双反”及欧洲各国政府削减财政补贴导致的国外市场萎缩,公司加大力度开发国内市场,并在中国政府政策支持的背景下,取得了一定的成果。

表16 2012年公司太阳能产品市场分布情况  
(单位: 万元, %)

地区	销售收入	销售占比
欧洲	180397.66	37.82
美国	149.30	0.03
其他地区	10128.88	2.13
<b>国外市场小计</b>	<b>190675.84</b>	<b>39.98</b>
<b>国内外市场小计</b>	<b>476980.40</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司提供

表17 2013年1-9月公司太阳能产品市场分布情况  
(单位: 万元, %)

地区	销售收入	销售占比
欧洲	61259.98	18.99
美国	531.48	0.16
其他地区	30624.28	9.49
<b>国外市场小计</b>	<b>92415.74</b>	<b>28.64</b>
<b>国内外市场小计</b>	<b>322672.45</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司提供

## (2) 光伏电站的建设、销售与运营业务

公司2011年下半年开始进一步向行业下游延伸,开发光伏电站项目,直至2012年下半年度部分电站实现并网发电,开始收取电费。2013年上半年发电收入达1.19亿元,毛利率59.07%。公司为缓解光伏产品生产环节毛利率过低的问题,拓展光伏发电业务已取得了一定的成果。

公司光伏电站建设业务从电站项目前期开发咨询到太阳能电站设计、采购与建设，向客户提供一系列的增值服务。公司太阳能发电系统集成业务大部分采用 EPC 的业务模式，在 EPC 业务模式下，公司负责设计、生产及安装太阳能发电设备，并建设相关的设施。在项目交付过程中，公司还负责设备采购、培训及测试。

虽然近年光伏行业整体陷入低谷，但依托先发优势，抢先进入意大利、保加利亚、罗马尼亚等欧盟国家，建立标杆电站，保证了公司未来不断拥有项目来源。2012 年，公司太阳能发电系统集成业务完成 EPC 装机容量 103MW，实现收入 0.48 亿元；2013 年 1-9 月，公司完成 EPC 装机容量约 129MW，实现收入 2.1 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司累计建设 23 座

光伏电站，全部分布保加利亚、罗马尼亚、意大利、国内新疆、甘肃，容量约 714.56MW。公司以光伏电站为样板带动海外市场销售，同时海外光伏电站运营可以带来稳定的电费收入。手持电站 2012 和 2013 年前三季度的发电量分别为 43060960 万千瓦时和 112340000 万千瓦时，2012 和 2013 年前三季度获取的发电收益分别为 4800 万元和 21000 万元。

截至 2013 年 9 月底，公司在建电站项目 11 个，在谈项目 29 个（约 402MW）。在电站开发方面，海润光伏努力开发国内外优质电站项目，重点拓展国内市场，进一步扩大在国内市场的占有率，近期与顺风光电国际有限公司进行合作开发电站项目 499MW，涉及金额约 42 亿人民币。实现了公司项目开发、EPC 总承包，并提前锁定项目购买方的经营模式，为公司找到了新的利润增长点。

表18 公司已建电站情况

电站名称	所在国家	装机容量 (MW)	上网电价	并网日期	投资金额 (万欧元)	持股比例 (%)
保加利亚 Kolarovo5.88MW 光伏电站项目	保加利亚	5.88	0.1212 欧元/度	2013 年 1 月 8 号起并网	1304.93	100%
保加利亚 Karlovo4.89MW 光伏电站项目	保加利亚	4.89	0.248 欧元/度	2011 年 12 月起并网运营，	979.31	100%
保加利亚 Pobeda50.61MW 光伏电站项目	保加利亚	50.61	0.248 欧元/度	2012 年 9 月起并网运营，	12393.81	100%
意大利 Cassano13.08MW 光伏电站项目	意大利	13.08	项目由两部分组成，分别为 0.16 欧元/度和 0.216 欧元/度于 2012 年 3 月实现全部并网，收取补贴电价。	12 年 3 月实现全部并网，收取补贴电价。	3232.26	100%
保加利亚 Cherganovo29.3MW 光伏电站项目	保加利亚	29.3	0.248 欧元/度	2012 年 8 月起并网运营	6249.02	100%
罗马尼亚 ESPE 4.1MW 项目	罗马尼亚	4.1	持有项目公司 Firiza Energy SRL 70%股权，2013 年 5 月正式以每 MWh 可获 6 个绿色权证并网发电。		653.7	70%
合计		107.86			24813.03	

资料来源：公司提供

表 19 公司在建电站情况(单位: MW、万元)

项目	项目地址	竣工时间	功率	预计总投资	截至 2013 年 9 月底已投资	2013 年 4 季度	2014 年	2015 年
----	------	------	----	-------	-------------------	-------------	--------	--------

罗马尼亚 Ucea 55MW 项目	罗马尼亚		55	8471.77 万欧元	2425.23 万欧元	4500	1546.54	
日本嘉麻 2.3MW 光伏电站项目	日本		2.3	531.00 万欧元	100.00 万日元	100	331	
武威奥特斯维光伏发电有限公司 50MW 光伏电站建设项目	甘肃武威	2014 年	50	70138	59291.39	10000	846.61	
吉林洮南 40MW 光伏并网发电项目	吉林洮南		40	38870.29	-		38870.29	
岳普湖海润光伏发电有限公司 20MW 光伏电站建设项目	新疆岳普湖		20	22352	21968.00	384		
酒泉海润光伏发电有限公司 20MW+80MW 光伏电站建设项目	甘肃酒泉		100	105900	372.58	500	105027.45	
金昌海润光伏发电有限公司 20MW+50MW 光伏发电项目	甘肃金昌		70	76349.31	254.86	500		
柯坪海润光伏发电有限公司 20MW 光伏发电项目	新疆柯坪		20	22642	548	22094		
河北衡水故城 50MW 光伏发电项目	河北衡水		50	49703.55	-		20000	29703.55
内蒙古乌兰察布市兴和县 50MWp 并网光伏发电与畜牧业相结合项目	内蒙古乌兰察布		50	50719.77	-		30000	20719.77
精河县海润光伏发电有限公司 20MW 光伏并网发电项目	新疆精河县		20	22000	233.3	21766.7		
合计			477.3				196621.89	50423.32

资料来源：公司提供

结算方面，公司在 EPC 项目的不同阶段分期收取货款，签订合同时预收 15%，主设备进场时收 60%，并网发电完成后收 20%，5%质押金竣工验收 12 个月后收回。在海外交易中，公司通常采用欧元报价，人民币结算方式，在合同报价时考虑汇率波动带来的结算风险，付款主要采用即期信用证的销售模式。

组件采购方面，2012 年及 2013 年前三季度，公司光伏电站建设使用电池组件分别为 103MWH 和 129MW，其中海润光伏自产组件占比 73%和 45%，其余为外购。

截至目前，公司自有和合资并网电站达 265MW，公司以电站出售滚动开发和自持运营的模式相结合，以稳定的电费收入来平滑光伏行业波动。同时，公司积极开拓新兴市场，深化产业链，拓展 EPC 新业务模式，最大限度地规避国际贸易摩擦带来的风险。国内市场除了大力开发大型地面电站的同时，储备了相当规模的分布式发电项目，还开发了家庭应用的独立或并网发电的智能光伏发电系统，这些系统也将销往非洲、澳大利亚、中东、印度等国。

#### 4. 热电及其业务

公司在江阴开发西区、江阴云亭等地，与当地供电局以合资方式投资了新桥热电、璜塘热电、大丰热电、云亭热电 4 家热电厂，公司热电企业发电主要用于满足公司生产、生活用电需要，余下部分供给社会使用。2010 年、2011 年及 2012 年 4 家热电厂共实现业务收入分别为 5.33 亿元和 6.00 亿元和 6.78 亿元。2013

年 1~9 月实现业务收入 5.55 亿元。

表 20 公司热电装机容量情况

热电企业	投资总额	装机容量
新桥热电	3.5 亿元	3.6 万 KW
大丰热电	2.3 亿元	2.4 万 KW
云亭热电	2.0 亿元	2.4 万 KW
璜塘热电	4.0 亿元	5.4 万 KW
合计	11.8 亿元	13.8 万 KW

资料来源：公司提供

表 21 公司热电业务近年销售及采购情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
电力销售额（万元）	8488.32	12943.72	10746.58	10230.61
供电数量（万度）	18630.41	28422.39	24793.57	23697.44
销售均价（元/度）	0.46	0.46	0.43	0.43
供汽销售额（万元）	46647.68	68832.16	74429.99	54880.64
供汽数量（万吨）	272.25	373.32	391.77	300.41
供汽气销售均价（元/吨）	171.34	184.43	189.65	182.69
煤炭采购金额（万元）	37471.82	61928.79	71008.60	52399.73
煤炭采购量（万吨）	64.24	91.90	94.65	81.11
均价（元/吨）	583.30	673.84	750.26	646.03

资料来源：公司提供

热电板块属于公司动力支持产业，在公司生产经营中具有基础性保障作用，同时，热电产业可以一定程度上缓解当地用电紧张局面，具有较高的社会效益。

#### 5. 在建项目及未来发展

公司未来发展战略是：在立足毛纺主业现有规模前提下，做精做强主业产品，即保持精纺纱锭 18 万锭/年，精纺呢绒面料 3800 万米/年、服装 350 万套/年的生产能力。同时，大力发展高档男装、女装，实施国际化战略、名牌战略、现代营销战略和人才战略，进一步从精纺呢绒向高档品牌服装延伸。公司将在巩固和加强毛纺服装产业主导地位的同时，继续走多元化发展之路，坚持稳健发展，积极稳妥地参与清洁能源建设，不断提高企业提高企业的核心竞争能力。

公司光伏产业未来发展战略是：海润光伏

将建立了一支经验丰富，具备创新、敬业精神的研发团队，目前团队成员已超过 70 人，其中博士 8 人、硕士 30 余人，团队成员主要来自德国 Fraunhofer 太阳能系统研究所、德国 ISFH 研究所、澳大利亚新南威尔士光伏中心、中山大学太阳能系统研究所、南开大学光电研究中心等国内外光伏领域最杰出的高校院所。海润光伏公司在欧洲市场推进太阳能电站项目来消化现有产能进而实现较好的效益，同时积极开发日本、印度、南非等新兴市场，发挥公司的规模经济效应。公司将继续增强研发能力，进一步提高光电转换效率，从而太阳能发电系统的单位发电成本，提高公司的核心竞争力。

公司在建项目主要为海润光伏在建电站（见表 19），2014 年及 2015 年，预计公司还将投入 19.66 亿元和 5.04 亿元，光伏电站先期需要垫支建设，对公司未来两年存在一定的筹



资需求。

## 八、重大事项

为优化产业结构，降低房地产业务在公司资金的占用，集中精力与资源壮大毛纺服装主业，2012年10月公司对阳光置业的投资本金由于原来的33.7亿元下降到12亿元。2013年7月，公司已把房地产业务对价24亿元转移到母公司江苏阳光控股集团有限公司名下，阳光置业已不再是公司的子公司。公司已于2013年9月17日公告。截至2013年9月底，公司已收回投资本金13.20亿元。目前公司房地产业务仅持有位于江阴市立新小区的待售土地802亩。该地块原始投资18.04亿元，预计出售价格23亿元。

截至2013年6月底，公司资产总额338.60亿元，负债总额205.90亿元。本次股权转让后，公司资产总额323.97亿元，较2013年6月底下降4.32%；公司负债总额191.37亿元，较2013年6月底下降7.06%；公司资产负债率由60.81%下降到59.07%。截至2012年底，公司房地产业务收入23.07亿元，占2012年总收入的16.26%；毛利8.11亿元，占2012年公司总毛利的34.44%。股权转让后，公司收入和盈利将受到一定影响。

截至2013年9月底，公司已将持有的江苏银行股份有限公司（以下简称“江苏银行”）4.64%股权和华龙证券有限责任公司（以下简称“华龙证券”）1.53%股权，分别以7亿元和1.84亿元转让给母公司江苏阳光控股集团有限公司。2012年，公司分别从江苏银行和华龙证券获得现金股利1120.00万元和112.81万元。2012年，江苏银行资产总额6502.38亿元，较2011年增长26.47%，所有者权益341.40亿元，实现营业收入198.06亿元，利润总额96.26亿元。股权转让后，对公司投资收益产生一定影响。

## 九、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了2010~2012年度财务报表，以上报表均经江阴暨阳会计师事务所有限公司审计，该事务所对三年报表均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2013年三季度财务报表未经审计。

2011年公司直接合并的子公司的合并范围与2010年末相比无变化。2012年公司直接合并的子公司新增江苏阳光生态园科技有限公司，其中宁夏阳光破产清算对公司2012年利润影响较大。2013年三季度，公司合并范围减少阳光置业。

截至2012年底，公司（合并）资产总额351.55亿元，所有者权益（含少数股东权益40.06亿元）139.53亿元；2012年公司实现主营业务收入141.89亿元，利润总额-2.39亿元。

截至2013年9月底，公司（合并）资产总额331.96亿元，所有者权益（含少数股东权益38.85亿元）135.55亿元；2013年1~9月公司实现主营业务收入93.27亿元，利润总额4.16亿元。

### 2. 盈利能力

2010~2012年，受太阳能板块收入波动影响，公司主营业务收入有所波动，2010~2012年公司主营业务收入分别为127.17亿元、166.99亿元和141.89亿元。

2010~2012年，公司利润总额分别为17.25亿元、16.06亿元和-2.39亿元，其中2012年受下属子公司宁夏阳光破产清算影响，阳光股份对宁夏阳光长期股权投资计提减值准备23400.00万元，对与宁夏阳光往来款项计提坏账准备126715.28万元，该项资产减值损失在公司2012年审计报告合并报表中反映在管理费用支出科目，从而对公司当期利润产生重大影响。

2010~2012年，随着公司规模扩大，公

司期间费用呈现上升趋势，其中 2012 年公司管理费用大幅增加，主要是公司下属子公司宁夏硅业破产清算产生的资产减值损失（长期股权投资计提减值准备 23400.00 万元和往来款项计提坏账准备 126715.28 万元）计入管理费用。

2010~2012 年，公司投资收益波动较大。2012 年，公司投资收益 0.84 亿元，较 2011 年下降 72.89%；2011 年投资收益主要为公司出售子公司阳光股份股票取得的投资收益 3.22 亿元。

2010~2012 年，公司营业外收入大幅增加，年均变化率 289.48%。2012 年，公司营业外收入 7.24 亿元，较 2011 年增长 253.32%，主要为子公司海润光伏收到各项政策拨款 4.53 亿元和下属子公司紫金电子收到的拆迁补偿款 2.19 亿元。

受成本上升及光伏产品利润下降的影响，2010~2012 年，公司主营业务利润率、总资产收益率和净资产收益率均呈下降趋势，2012 年分别为 14.80%、3.40%和 5.12%。

受全球宏观经济低迷、光伏行业景气度下降影响，2013 年 1-9 月，公司主营业务收入为 93.27 亿元，为 2012 年全年的 65.73%，利润总额 4.16 亿元；主营业务利润率 16.31%，与 2012 年相比有所上升。

总体来看，公司主营业务收入较稳定，但光伏行业的持续低迷，对公司利润率水平产生不利影响。

### 3. 现金流及保障

从经营活动来看，2010~2012 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入波动增长，2012 年分别为 149.95 亿元和 157.71 亿元，较 2011 年有所下降，主要受光伏板块收入影响。收到的其他与经营活动有关的现金主要为政府补贴及往来款。2010~2012 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金波动上涨，2012 年为 122.60 亿元。2010~2012 年，

公司经营活动现金流量净额表现为净流入，分别为 18.59 亿元、18.86 亿元和 7.21 亿元。

从收入实现质量看，2010~2012 年，公司现金收入比指标波动较大，分别为 97.58%、104.78%和 105.67%，波动主要受海润光伏回款周期影响，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2010~2012 年，公司投资活动现金流入波动下降，年均变动率为 -22.40%，主要由于公司收回投资收到的现金大幅下滑所致。2010~2012 年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金和投资支付的现金规模较大，2012 年分别为 28.42 亿元和 17.16 亿元。其中公司 2012 年新增投资主要是投资北京四海永富资产管理有限公司 5.2 亿元、收购江阴金瑞织染持有的恒丰银行股权支付的股权款 6 亿元，收购江阴市红源金属制品有限公司股权支付的股权款 1.24 亿元等；海润光伏及其子公司太阳能光伏电池片及电池片组件生产流水线投资以及电站建设投资共计支出现 26 亿元。因此公司投资活动产生的现金净流出量较大，2012 年为 -41.17 亿元。目前经营活动产生的现金流净额不能满足投资支出需求，外部融资仍是保证公司现金流运转正常的有效途径之一。

从筹资活动来看，2010~2012 年，公司筹资活动现金流入分别为 86.33 亿元、121.52 亿元和 154.43 亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 7.66 亿元、18.22 亿元和 30.77 亿元。

2013 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流入为 136.22 亿元，为 2012 年全年的 86.37%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 121.29 亿元，现金收入比为 130.04%，较 2012 年大幅上升，同时公司收到其他与经营活动有关的现金 10.25 亿元，较 2012 年大幅增加的原因是收回对关联公司江阴市红源金属制品有限公司的资金往来款 24674.48 万元，对关联公司江阴百江贸易有限公司的资金往来款 20590.15 万元，以及其他关联公司的业务往来

款；公司经营活动产生的现金流量净额为 18.00 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 6.72 亿元，其中收回投资收到的现金 14.21 亿元，较 2012 年底大幅增加主要是因为收回阳光置业资本金 13.20 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-25.87 亿元。公司现金实现质量良好。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，经营活动获取现金能力较强；由于扩建、改造等项目的资金需求，公司投资支出规模较大；公司筹资活动主要是借款取得现金，公司对外融资依赖性较强。

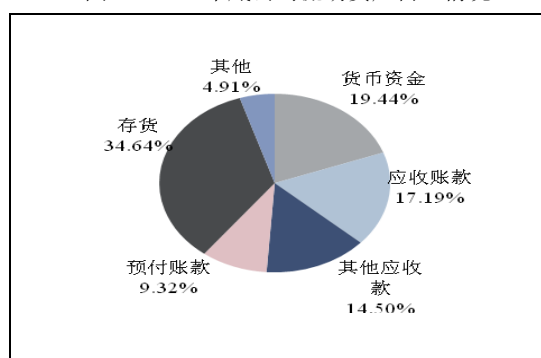
#### 4. 资产及债务结构

##### 资产质量

2010~2012 年，随着公司经营规模的不断扩张，公司资产总额迅速增长，年均增长 14.07%。截至 2012 年底，公司（合并）资产总额 351.55 亿元，其中流动资产占 60.28%，公司资产以流动资产为主。

2010~2012 年，公司流动资产稳定增长，年均增长 10.41%。截至 2012 年底，公司流动资产 211.92 亿元，其中以存货（占 34.64%）、货币资金（占 19.44%）、应收账款（占 17.19%）、其他应收款（占 14.50%）和预付账款（占 9.32%）为主。

图 7 2012 年底公司流动资产占比情况



资料来源：公司财务报表

2010~2012 年，公司货币资金增长较快，年均增长 19.51%，截至 2012 年底为 41.20 亿元，其中银行存款占 74.99%，其他货币资金占

24.86%（主要为海润光伏 7.19 亿元银行承兑汇票保证金），公司现金类资产较为充足。

2010~2012 年，公司应收账款规模大幅增长，年均增长 48.22%，主要由于光伏产品销售收入大幅增长，导致应收账款规模扩大。截至 2012 年底，公司应收账款为 36.42 亿元，较上年增长 27.50%。其中，账龄在 1 年以内的占 87.12%，1~2 年的占 7.05%，2 年以上的占 5.83%。应收账款主要为海润光伏产品销售产生的应收款，前五名应收账款客户合计欠款金额为 14.05 亿元，占应收账款账面余额的 38.58%。公司共计计提坏账准备 2.10 亿元，占应收账款总额的 5.46%。由于公司主要债务人为大型国营企业以及国外知名企业，应收账款风险较小。

2010~2012 年，公司其他应收款增长较快，年均增长率 21.49%，2010~2012 年，公司其他应收款分别为 20.82 亿元、23.34 亿元和 30.74 亿元，公司其他应收款规模较大。截至 2012 年底公司其他应收款前五名欠款合计 17.88 亿元，占总额的 58.16%，集中度较高，主要为往来款。目前，其他应收款前五名欠款企业运营正常。从账龄看，账龄在 1 年以内的占 92.88%，1~2 年的占 4.70%，2 年以上的占 2.42%。公司已对不同账龄的应收款按比例提取坏账准备，2012 年坏账准备余额 1.78 亿元，占其他应收款总额的 5.49%。公司其他应收款数额较大，账龄合理，但影响资金使用效率。

表 22 公司前五名其他应收款客户情况

单位名称	余额(万元)	欠款时间	备注
江阴金瑞织染有限公司	60000.00	一年以内	往来款
四海永富资产管理有限公司	52000.00	一至以内	往来款
江阴市红源金属制品有限公司	24674.48	一至以内	往来款
江阴百江贸易有限公司	21505.97	一年以内	往来款
江苏申龙创业集团有限公司	20590.15	一年以内	往来款

小 计	178770.60		
-----	-----------	--	--

资料来源：公司提供

2010~2012年，公司预付账款有所下降，年均下降19.51%。截至2012年底，公司预付账款19.76亿元，较上年下降18.45%，主要原因海润光伏的扩能建设项目收到发票后，预付账款结转为在建工程、固定资产及存货。

2010~2012年，公司存货规模波动下降，年均波动-0.87%。截至2011年底，公司存货82.06亿元，较2010年增长9.85%，其中阳光置业占比较大，以待售物业（10.06亿元）、在建物业（30.71亿元）及储备土地（15.18亿元）为主。截至2012年底，公司存货73.41亿元，较2011年下降10.54%，主要是合并范围发生了变化，2012年10月阳光置业出售了下属子公司河南雅宝地产有限公司，减少了在产品7.53亿元

2010~2012年，公司长期投资快速增长，年均增长68.60%。2012年底，公司长期投资20.29亿元，其中长期股权投资18.84亿元，主要为公司对江苏银行投资7.00亿元、对民生金融租赁有限公司投资3.90亿元、对华龙证券投资1.85亿元等。

2010~2012年，公司固定资产净值波动增长。截至2012年底，公司固定资产净值83.22亿元，净额71.81亿元，较2011年下降14.89%，主要由于计提资产减值准备11.41亿元。公司固定资产主要为高档服装设备、太阳能生产设备以及房屋建筑物。

2010~2012年，公司在建工程大幅增长，年均增长率155.40%。截至2012年底，公司在建工程32.12亿元，较上年增长168.61%，主要为保加利亚Pobeda太阳能电站项目、Cherganovo电站项目等。

2010~2012年，公司无形资产变动不大。截至2012年底，公司无形资产7.12亿元，较2011年下降6.17%，主要为土地使用权6.64亿元，占比93.22%。

2010~2012年，公司其他长期资产年均增

长87.79%。截至2012年底，公司其他长期资产7.02亿元，较2011年增长164.67%，主要由于海润光伏新增加的工程款设备款3.73亿元。公司其他非流动资产主要由股权分置流通权（公司持有的子公司阳光股份的法人股，根据阳光股份股权分置改革方案，公司以送股方式取得的流通股）、合并商誉及研发支出（子公司上海神力科技有限公司承担国家863相关项目尚未验收核销部分的研发支出）构成。

截至2013年9月底，公司（合并）资产总额331.96亿元，其中流动资产占62.41%，流动资产占比略有上升，资产结构较上年底变化不大。

截至2013年9月底，公司其他应收款67.61亿元，较2012年底增长119.96%，主要新增应收江苏阳光控股集团有限公司33.80亿元股权转让款（主要是转让江苏银行7亿元、华龙证券1.84亿元和阳光置业24亿元等）；公司存货42.56亿元，较2012年末下降42.02%，主要由于公司于2013年7月把子公司阳光置业的股权转让，减少了存货33.49亿元；公司在建工程22.11亿元，较2012年底下降31.16%，主要由于子公司海润光伏的海外电站及其他在建项目完工，结转固定资产；公司长期股权投资大幅下降，主要因为公司转让了江苏银行和华龙证券股权给母公司江苏阳光控股集团有限公司。

总体看，公司资产以流动资产为主，流动中应收账款、其他应收款和存货比重较大，资产流动性一般；公司现金类资金较多，整体资产质量一般。

### 负债及所有者权益

2010~2012年，归属于母公司的股东权益年均增长8.11%。截至2012年底，归属于母公司的股东权益合计99.47亿元，其中实收资本占19.64%，资本公积占19.35%，盈余公积占11.79%，未分配利润占49.10%。截至2013年9月底，公司归属于母公司所有者权益合计96.70亿元，较2012年底下降2.79%，主要是

分红导致未分配利润减少所致。目前归属于母公司的股东权益以未分配利润、实收资本及资本公积为主，稳定性一般。

2010~2012年，公司负债总额快速增长，年均增长22.33%。截至2012年底，公司负债总额为212.02亿元，其中流动负债占74.16%，长期负债占25.84%。

2010~2012年，公司流动负债年均增长24.14%，截至2012年底，公司流动负债总额为157.22亿元，其中，短期借款占51.71%，应收票据占20.75%，应付账款占12.62%。

2010~2012年，公司应付票据年均增长108.96%，截至2011年底，公司应付票据37.31亿元，较上年增长399.43%，主要由于①海润光伏销售规模增长，应付票据相应增加；②公司增加了票据支付比例所致。截至2012年底公司应付票据32.62亿元，较2011年有所下降。

2010~2012年，公司预收账款年均下降34.53%，截至2012年底，公司预收账款7.84亿元，较2011年下降43.71%，主要受房地产和光伏产业市场波动影响，阳光置业及海润光伏预收款下降所致。

2010~2012年，公司长期负债总额快速增长，年均增长17.53%。截至2012年底，公司长期负债总额为54.79亿元，较2011年底增长14.43%，主要是应付债券与长期应付款的增长所致，其中长期借款占61.57%，应付债券占27.38%，长期应付款占6.82%，专项应付款占1.89%，其他长期负债2.34%。

截至2012年底，公司长期应付款3.74亿元，主要为融资租赁款；其他长期负债1.28亿元，主要是递延收益0.43亿元和预计负债（产品质量保证金0.72亿元）；专项应付款1.04亿元，主要是神力科技1.02亿元863项目拨款（项目未验收）。

截至2013年9月底，公司负债总额为196.41亿元，其中流动负债占74.07%，长期负债占25.93%。截至2013年9月底，公司新发行短期融资券10亿元和中期票据5亿元。

2010~2012年底，公司债务规模稳定增长。截至2012年底，公司短期债务、长期债务和全部债务分别为124.20亿元、52.47亿元和176.67亿元。截至2012年底，短期债务占70.30%，长期债务占29.70%，短期债务占比较大。

2010~2012年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所上升。截至2012年底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为60.31%、55.87%和27.33%。截至2013年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为59.17%、52.66%和26.26%。

总体来看，公司负债规模有所增长，整体债务负担尚可。

## 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2010~2012年，公司流动比率、速动比率有所下降，2012年底公司流动比率和速动比率分别为134.79%和88.10%，公司经营现金流流动负债比为4.58%；截至2013年9月底，公司流动比率和速动比率有所上升，分别为142.42%和113.16%。公司经营产生的现金流入规模较大，能够满足日常资金周转需要，短期偿债能力适宜。

从长期偿债能力指标看，2010~2012年，公司EBITDA分别为26.74亿元、30.40亿元和12.05亿元。2010~2012年，公司EBITDA利息倍数有所下降，2012年为2.18倍；2010~2012年，公司全部债务/EBITDA快速上升，2012年为14.66倍。公司长期偿债能力一般。

截至2013年9月底，公司获得授信总额为201.60亿元，尚未使用额度为58.13亿元。公司间接融资渠道较畅通。公司拥有2家上市公司，直接融资渠道通畅。

截至2013年9月底，公司合并报表对外担保合计1.6亿元，担保比率1.18%，主要是对江苏阳光服饰有限公司0.5亿和江阴市林锴物资贸易有限公司0.6亿等公司的担保。公司

担保比率较低。

#### 6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》（编号：B-2013100060533844），截至2013年10月23日，公司无未偿还不良贷款及欠息。《企业基本信用信息报告》中，公司在2011年曾有不良贷款56805053.98元，此系海润光伏借壳江苏申龙高科集团股份有限公司上市时，公司承担的重组银团贷款中，招商银行江阴市虹桥南路支行参贷的部分。根据招商银行江阴市虹桥南路支行出具的说明，按照招商银行的规定，重组贷款变更主体后，半年内需保持原有评级不变，因此该部分贷款仍维持次级分类不变。由此，该部分不良贷款并非由公司经营活动产生的不良贷款。

#### 7. 抗风险能力

总体看，公司作为全球最大的毛纺生产企业，品牌、技术和规模优势明显，光伏电站项目完成并网，进入运营及对外出售阶段。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

### 十、债券偿债能力

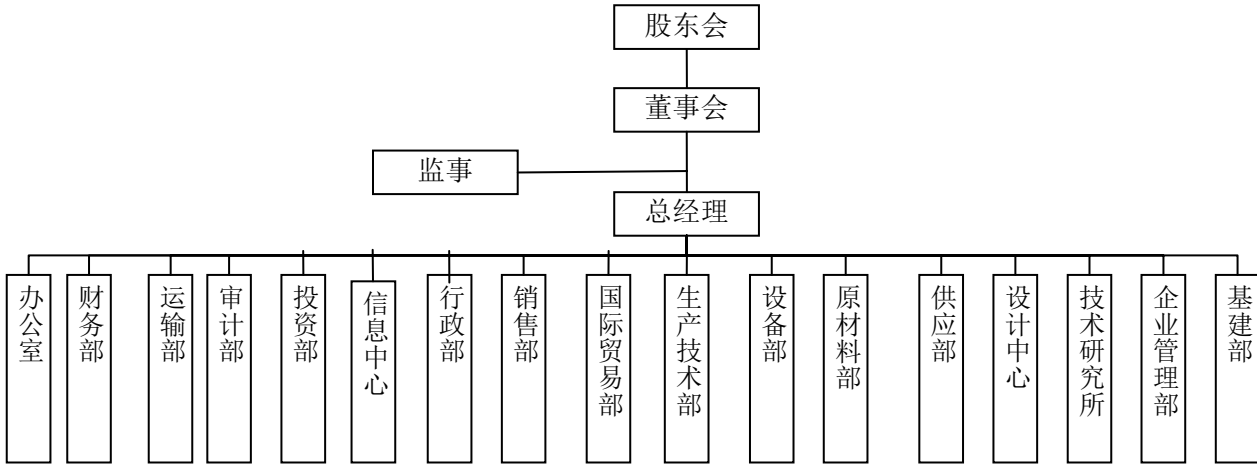
截至目前，公司存续期债券包括“12 阳光 MTN1”、“12 阳光 MTN2”、“13 阳光 MTN1”和“13 阳光 CP001”，合计 30 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司现金类资产合计 40.00 亿元，为四期债券发行额度的 1.33 倍。2010~2012 年公司经营活动现金流入量分别为四期债券发行额度的 4.42 倍、6.22 倍和 5.26 倍；2010~2012 年公司 EBITDA 分别为四期债券发行额度的 0.89 倍、1.01 倍和 0.40 倍。公司现金类资产和经营活动现金流入量对四期债券发行额度的保障能力尚可。

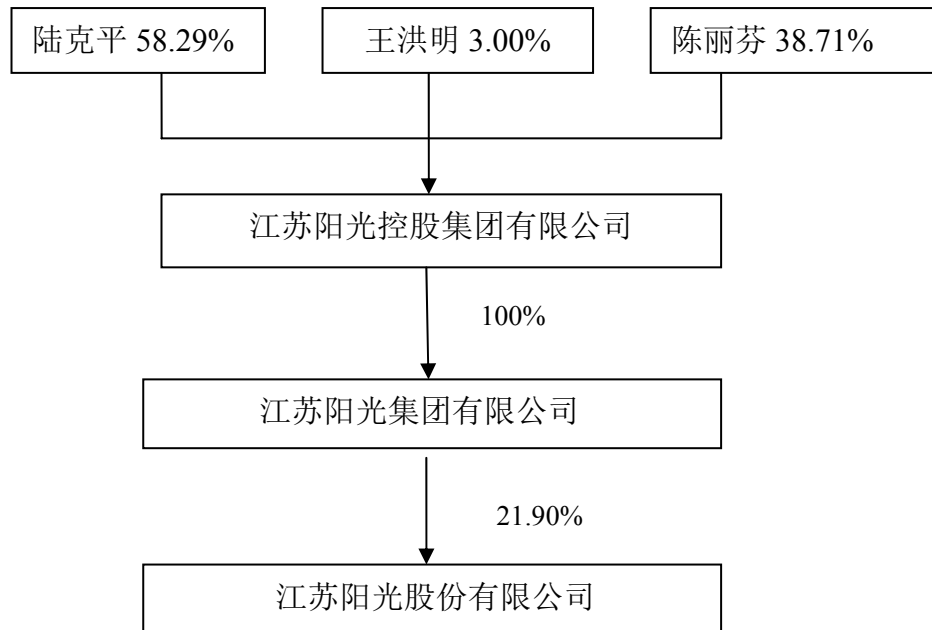
### 十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望由“负面”调整为“稳定”，并维持“13阳光MTN1”AA和“13阳光CP001”A-1的信用等级。

附件 1-1 公司组织结构图



附件 1-2 公司股权结构图





附表 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动资产：					
货币资金	288470.68	397954.01	411987.43	19.51	327822.78
短期投资	4049.60				
应收票据	19928.36	70378.85	70986.31	88.73	72224.68
应收股利					
应收利息					
应收账款	165794.96	285685.83	364246.33	48.22	349054.77
其他应收款	208239.39	233376.08	307376.26	21.49	676113.86
预付账款	304990.64	242313.53	197600.24	-19.51	185729.57
应收补贴款					
应收出口退税					
存货	746990.88	820557.24	734071.52	-0.87	425594.95
待摊费用	47.55	43.00	16.65	-40.82	
待处理流动资产净损失					
一年内到期的长期债权投资					
其他流动资产			32949.38		35383.22
<b>流动资产合计</b>	<b>1738512.07</b>	<b>2050319.21</b>	<b>2119234.12</b>	<b>10.41</b>	<b>2071923.82</b>
长期投资					
长期股权投资	49289.62	173037.40	188396.03	95.51	77836.09
长期债权投资	1336.68				
长期投资合计	50626.30	173037.40	188396.03	92.91	77836.09
减：长期投资减值准备					
加：合并价差	20747.11	16729.23	14478.72	-16.46	6097.71
<b>长期投资净额</b>	<b>71373.41</b>	<b>189766.63</b>	<b>202874.75</b>	<b>68.60</b>	<b>83933.81</b>
固定资产					
固定资产原值	1036565.96	1215231.04	1252652.31	9.93	1259862.54
减：累计折旧	294123.98	371516.41	420453.80	19.56	438233.16
固定资产净值	742441.98	843714.64	832198.51	5.87	821629.39
固定资产净值减值准备	74.16		114095.52		
固定资产净额	742367.82	843714.64	718102.99	-1.65	821629.39
工程物资					
在建工程	49245.92	119586.18	321217.06	155.40	221112.46
固定资产清理					
待处理固定资产净损失					
<b>固定资产合计</b>	<b>791613.74</b>	<b>963300.81</b>	<b>1039320.05</b>	<b>14.57</b>	<b>1042741.85</b>
无形资产及其他资产					
无形资产	70271.41	75857.71	71177.65	0.64	67295.01
长期待摊费用	2115.58	2951.61	2447.29	7.55	2232.97
其他长期资产	19912.82	26533.25	70225.44	87.79	33420.62
其他非流动资产	7894.94	6654.27	10203.22	13.68	18057.15
<b>无形资产及其他资产合计</b>	<b>100194.74</b>	<b>111996.84</b>	<b>154053.59</b>	<b>24.00</b>	<b>121005.74</b>
递延税项					
递延税项借项					
<b>资产总计</b>	<b>2701693.96</b>	<b>3315383.49</b>	<b>3515482.51</b>	<b>14.07</b>	<b>3319605.21</b>

注：公司 2013 年三季度财务数据未经审计

附表 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动负债					
短期借款	444454.09	613174.70	813053.77	35.25	658572.22
应付票据	74695.82	373056.97	326165.21	108.96	296355.18
应付账款	161505.29	163146.07	198483.89	10.86	159616.66
预收账款	183014.05	139338.85	78438.73	-34.53	61060.47
应付工资	10570.44	9528.13	9654.94	-4.43	9095.65
应付福利费	1448.54	2307.94	2121.17	21.01	1200.40
应付利润（股利）	2443.36	3509.86	8566.52	87.24	56031.44
应交税金	7782.45	-41200.23	14861.94	38.19	6945.75
其他未交款	120.81	461.54	670.03	135.50	605.11
其他应付款	23128.32	23658.33	17229.80	-13.69	30061.92
预提费用	3384.27	30.66	187.84	-76.44	
短期债券	100000.00	50000.00			100000.00
一年内到期的长期负债	7609.38	24581.25	102812.20	267.58	69985.33
其他流动负债					
<b>流动负债合计</b>	<b>1020156.81</b>	<b>1361594.09</b>	<b>1572246.04</b>	<b>24.14</b>	<b>1454839.55</b>
长期负债					
长期借款	348277.00	404222.17	337353.31	-1.58	257691.86
应付债券			150000.00		200000.00
长期应付款		20559.93	37352.81		24956.90
专项应付款	24407.32	29335.42	10394.79	-34.74	9231.04
其他长期负债	23989.02	24696.94	12813.65	-26.91	17369.01
<b>长期负债合计</b>	<b>396673.35</b>	<b>478814.46</b>	<b>547914.55</b>	<b>17.53</b>	<b>509248.81</b>
递延税项					
递延税项贷款					
<b>负债合计</b>	<b>1416830.16</b>	<b>1840408.55</b>	<b>2120160.60</b>	<b>22.33</b>	<b>1964088.36</b>
少数股东权益	433778.75	525802.55	400586.80	-3.90	388543.84
所有者权益					
实收资本	195387.30	195387.30	195387.30	0.00	195387.30
资本公积	193433.10	192682.06	192509.04	-0.24	192509.04
盈余公积	111864.56	116170.68	117317.11	2.41	111671.99
其中：法定公益金					
未分配利润	350400.10	444932.35	488378.84	18.06	466057.22
未确认的投资损失（以“-”号填列）					
外币报表折算差额			1142.84		
<b>归属于母公司股东权益合计</b>	<b>851085.06</b>	<b>949172.39</b>	<b>994735.12</b>	<b>8.11</b>	<b>966973.02</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>1284863.81</b>	<b>1474974.94</b>	<b>1395321.92</b>	<b>4.21</b>	<b>1355516.86</b>
<b>负债及所有者权益合计</b>	<b>2701693.96</b>	<b>3315383.49</b>	<b>3515482.51</b>	<b>14.07</b>	<b>3319605.21</b>

注：公司 2013 年三季度财务数据未经审计

附表3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010年	2011年	2012年	变动率(%)	2013年1-9月
<b>一、主营业务收入</b>	<b>1271653.68</b>	<b>1669886.48</b>	<b>1418948.87</b>	<b>5.63</b>	<b>932711.85</b>
<b>减: 主营业务成本</b>	<b>1000747.56</b>	<b>1403223.03</b>	<b>1183456.31</b>	<b>8.75</b>	<b>766088.74</b>
主营业务税金及附加	29329.23	23422.67	25466.07	-6.82	14515.00
加: 代购代销收入					
<b>二、主营业务利润</b>	<b>241576.89</b>	<b>243240.79</b>	<b>210026.49</b>	<b>-6.76</b>	<b>152108.10</b>
加: 其他业务利润	1520.20	19011.38	9801.27	153.92	1243.29
减: 营业费用	13816.09	20585.72	19009.02	17.30	14075.53
管理费用	52008.27	74670.99	235773.90	112.92	56135.61
财务费用	25152.85	55698.20	66812.26	62.98	59925.96
其他					
<b>三、营业利润</b>	<b>152119.88</b>	<b>111297.26</b>	<b>-101767.43</b>		<b>23214.30</b>
加: 投资收益	18469.02	31077.82	8426.69	-32.45	17198.75
补贴收入			58.65		14.66
营业外收入	4772.34	20489.94	72394.33	289.48	2359.90
减: 营业外支出	2900.83	2255.67	2925.73	0.43	1190.41
其他支出					
加: 以前年度调整					
<b>四、利润总额</b>	<b>172460.40</b>	<b>160609.35</b>	<b>-23866.87</b>		<b>41597.21</b>
减: 所得税	40905.86	35175.35	30019.91	-14.33	14370.22
减: 少数股东损益	22377.51	26595.63	-104851.70		-24806.27
加: 未确认的投资损失					
<b>五、净利润</b>	<b>109177.04</b>	<b>98838.37</b>	<b>50964.92</b>	<b>-31.68</b>	<b>52033.26</b>

注: 公司2013年三季度财务数据未经审计

附表 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1-9 月
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	1240871.33	1749681.95	1499457.04	9.93	1212926.98
收到的税费返还	17474.27	57639.30	57525.71	81.44	46760.31
收到的其他与经营活动有关的现金	68907.64	58628.73	20136.92	-45.94	102526.34
<b>经营活动产生的现金流入小计</b>	<b>1327253.25</b>	<b>1865949.98</b>	<b>1577119.67</b>	<b>9.01</b>	<b>1362213.64</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	979269.29	1378706.13	1226029.05	11.89	989707.47
支付给职工以及为职工支付的现金	60565.92	107690.28	111727.97	35.82	63300.35
支付的各项税费	77820.04	122566.79	83809.47	3.78	69472.54
支付的其他与经营活动有关的现金	23669.93	68340.46	83471.20	87.79	59685.66
<b>经营活动产生的现金流出小计</b>	<b>1141325.17</b>	<b>1677303.66</b>	<b>1505037.68</b>	<b>14.83</b>	<b>1182166.01</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>185928.08</b>	<b>188646.33</b>	<b>72081.99</b>	<b>-37.74</b>	<b>180047.63</b>
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金	50102.50	98026.49	18548.91	-39.15	142060.03
取得投资收益所收到的现金	897.64	259.11	23704.01	413.88	1443.28
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	6941.05	485.06	1275.00	-57.14	528.67
收到的其他与投资活动有关的现金					
<b>投资活动产生的现金流入小计</b>	<b>73044.93</b>	<b>123533.59</b>	<b>43987.58</b>	<b>-22.40</b>	<b>144042.98</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	86424.39	290572.88	284153.17	81.33	64800.71
投资所支付的现金	37988.09	161476.70	171559.26	112.51	12007.45
支付的其他与投资活动有关的现金	38911.33	1560.47		-100.00	25.45
<b>投资活动产生的现金流出小计</b>	<b>163323.81</b>	<b>453610.05</b>	<b>455712.43</b>	<b>67.04</b>	<b>76833.61</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-90278.88</b>	<b>-330076.46</b>	<b>-411724.84</b>		<b>67209.37</b>
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资所收到的现金	357.80	22656.25	27839.51	782.09	0.00
借款所收到的现金	862960.04	1174681.24	1465440.60	30.31	871647.45
收到的其他与筹资活动有关的现金	16.88	17835.46	51052.16		110.56
<b>筹资活动产生的现金流入小计</b>	<b>863334.72</b>	<b>1215172.95</b>	<b>1544332.27</b>	<b>33.75</b>	<b>871758.01</b>
偿还债务所支付的现金	747773.28	959734.21	1141369.26	39.99	946094.32
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	38025.32	68487.38	73946.88	39.45	174881.43
支付的其他与筹资活动有关的现金	914.30	4784.23	21340.38	383.12	9508.72
<b>筹资活动产生的现金流出小计</b>	<b>786712.90</b>	<b>1033005.82</b>	<b>1236656.53</b>	<b>25.38</b>	<b>1130484.47</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>76621.81</b>	<b>182167.13</b>	<b>307675.74</b>	<b>100.39</b>	<b>-258726.46</b>
四、汇率变动对现金的影响	101.36	-2293.69	2247.31		-595.46
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>172372.37</b>	<b>38443.31</b>	<b>-29719.80</b>		<b>-12064.92</b>

注: 公司 2013 年三季度财务数据未经审计

**附表 4-2 合并现金流量表补充表**

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
<b>净利润</b>	<b>109177.04</b>	<b>98838.37</b>	<b>50964.92</b>	<b>-31.68</b>
加: 未确认的投资损失 (以“+”号填列)				
加: 少数股东损益	22377.51	26595.63	-104851.70	
计提的资产减值准备	873.66	7198.67	140065.77	1166.18
固定资产折旧	58111.24	79188.49	86072.45	21.70
无形资产摊销	2515.43	2528.21	3087.79	10.79
长期待摊费用摊销	404.85	5.70	26.35	-74.49
待摊费用减少(减:增加)	237.62	878.13	1057.46	110.96
预提费用增加(减:减少)	3372.47	-3353.60	70.76	-85.52
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	1872.79	1389.78	1305.09	-16.52
固定资产报废损失	8.39	217.51		
财务费用	29097.47	57368.04	55201.37	37.74
投资损失(减:收益)	-18469.02	-31077.82	-8426.69	
递延税款贷项(减:借项)	-282.65	-3174.46	-3821.66	
存货的减少(减:增加)	31238.42	-72207.21	56250.73	34.19
经营性应收项目的减少(减:增加)	-154970.30	-289803.74	-112337.59	
经营性应付项目的增加(减:减少)	101166.83	314815.44	-93349.68	
其他	-803.66	-760.81	766.62	
<b>经营性活动产生的现金流量净额</b>	<b>185928.08</b>	<b>188646.33</b>	<b>72081.99</b>	<b>-37.74</b>

注: 公司 2013 年三季度财务数据未经审计

## 附件 5 主要计算指标

指 标	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 9 月
<b>经营效率</b>				
销售债权周转次数(次)	7.51	6.16	3.59	-
存货周转次数 (次)	1.39	1.79	1.52	-
总资产周转次数 (次)	0.51	0.56	0.42	-
现金收入比 (%)	97.58	104.78	105.67	130.04
<b>盈利能力</b>				
主营业务利润率 (%)	19.00	14.57	14.80	16.31
总资本收益率 (%)	6.62	5.56	3.40	-
净资产收益率 (%)	12.83	10.41	5.12	-
<b>财务构成</b>				
长期债务资本化比率 (%)	21.33	22.36	27.33	26.26
全部债务资本化比率 (%)	43.15	50.18	55.87	52.66
资产负债率 (%)	52.44	55.51	60.31	59.17
<b>偿债能力</b>				
流动比率 (%)	170.42	150.58	134.79	142.42
速动比率 (%)	97.19	90.32	88.10	113.16
经营现金流流动负债比 (%)	18.23	13.85	4.58	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.89	4.93	2.18	--
全部债务/ EBITDA (倍)	3.65	4.89	14.66	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.10	-0.10	-0.19	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.82	-2.29	-6.15	--

注：公司 2013 年三季度财务数据未经审计

## 附件 6 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年)^(1/(n-1))-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 全部债务=短期债务+长期债务  
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销  
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出  
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额  
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。



## 附件 8 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息