

跟踪评级公告

联合[2015]235号

桐昆集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对桐昆集团股份有限公司主体长期信用状况和发行的“12 桐昆债”公司债券进行跟踪评级，确定：

桐昆集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

桐昆集团股份有限公司发行的“12 桐昆债”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一五年六月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

桐昆集团股份有限公司

2012 年公司债券跟踪评级分析报告

主体长期信用等级

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

债项简称: 12 桐昆债

债券规模: 13 亿元

债项信用等级

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

上次评级时间: 2014 年 4 月 28 日

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 11 日

主要财务数据:

项目	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	154.10	137.57	144.74
所有者权益(亿元)	70.58	68.83	69.85
长期债务(亿元)	13.96	14.12	14.12
全部债务(亿元)	58.04	45.99	56.43
营业收入(亿元)	221.38	250.95	48.33
净利润(亿元)	0.99	1.30	1.03
EBITDA(亿元)	10.68	12.76	--
经营性净现金流(亿元)	2.38	35.91	-12.26
营业利润率(%)	3.68	4.17	6.86
净资产收益率(%)	1.40	1.86	1.49
资产负债率(%)	54.19	49.97	51.74
全部债务资本化比率(%)	45.12	40.06	44.69
流动比率	0.93	0.81	0.86
EBITDA 全部债务比	0.18	0.28	0.02
EBITDA 利息倍数(倍)	5.12	5.37	--

注: 1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异,系四舍五入造成;除特别说明外,均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对桐昆集团股份有限公司(以下简称“公司”或“桐昆股份”)的跟踪评级结果反映了其作为国内涤纶生产龙头企业,在 2014 年化纤行业处于调整后弱复苏的情况下,不断完善产业链,公司产能、产量均有所增长,公司产销基本平衡;并实现营业收入和净利润的增长。同时,联合评级也关注到国内化纤行业竞争激烈,消化过剩产能尚需时日,且行业利润率整体处于较低水平,公司经营业绩仍对政府补贴有较大依赖以及汇兑损益波动较大等因素给公司经营带来的不利影响。

目前公司生产运营基本稳定,产品产销规模有所扩大,产销平衡,库存产品有所减少,虽然 2014 年净利润仍对政府补贴有较大依赖,但 2015 年 1 季度公司盈利状况持续改善。

综上,联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级,评级展望调整为“稳定”;同时维持“12 桐昆债”AA 的债项信用等级。

优势

1. 公司系国内产能、产量、销量领先的涤纶长丝制造企业,生产规模较大,经营历史较长,行业地位突出。

2. 公司形成了 PTA-聚酯-纺丝-加弹一条龙产业链格局,跟踪期内,公司进一步扩大产能,综合实力进一步加强。

3. 跟踪期内,公司生产经营情况稳定,伴随新项目逐步投产,公司产能和产销量均有所增长。

关注

1. 公司所处化纤行业受宏观经济影响较大,周期性明显,近年行业产能大量释放,行业利润率持续下降。

2. 公司在建项目投资金额较大，未来仍面临较大的资本支出。

3. 公司有息债务虽有所下降，但因汇兑损益产生的财务费用存在较大不确定性，财务费用相应增加。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与桐昆集团股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与桐昆集团股份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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因桐昆集团股份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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的公司相关资料主要由桐昆集团股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

桐昆集团股份有限公司前身是 1982 年在桐乡县洲泉镇成立的桐乡县化学纤维厂，1995 年整体改组为浙江桐昆化纤集团有限公司，并在此基础上组建了浙江桐昆化纤集团有限责任公司，1999 年桐乡市洲泉镇资产经营总公司、浙江桐昆化纤集团股份有限公司（筹）职工持股会、桐乡市桐纤职工劳动保障基金管理协会和陈士良、陈建荣、沈培兴共同发起设立浙江桐昆化纤集团股份有限公司，并于 2004 年更名为桐昆集团股份有限公司，其后经历了多次股东及股权变更。2011 年 5 月 18 日公司在上海证券交易所挂牌交易，股票简称为“桐昆股份”，股票代码为“601233”。

截至 2014 年末，公司总股本为 963,600,000 股，其中浙江桐昆控股集团有限公司持有公司 37.62% 的股份，为公司的控股股东。公司实际控制人为陈士良先生。公司主要经营聚酯和涤纶长丝的研发、生产和销售，主要产品为涤纶长丝和聚酯切片。

跟踪期内，公司实际控制人、控股股东和主营业务均未发生变化。

截至 2014 年底，公司下设总裁办公室、生产技术部、投资发展部、采购供应部、财务管理部、销售管理部、总工程师室及企业技术中心等职能部门（详见附件 1），拥有桐昆集团浙江恒盛化纤有限公司、桐乡市中洲化纤有限责任公司、桐乡市恒隆化工有限公司等 13 个控股子公司（详见附件 2），拥有在职员工 15,077 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 137.57 亿元，负债合计 68.74 亿元，所有者权益合计 68.83 亿元，其中归属母公司所有者权益 68.31 亿元。2014 年公司实现营业收入 250.95 亿元，净利润 1.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额 35.91 亿元，现金及现金等价物净增加额 -2.61 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 144.74 亿元，负债合计 74.89 亿元，所有者权益合计 69.85 亿元，其中归属母公司所有者权益 69.31 亿元。2015 年 1 季度公司实现营业收入 48.33 亿元，净利润 1.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -12.26 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.08 亿元。

公司注册地址：浙江省桐乡市洲泉镇金鸡路 188 号；法定代表人：陈士良。

二、债券概况

本次债券于 2013 年 1 月 21 日发行，票面利率为 5.85%，期限为 5 年。本次债券的付息日为 2014 年至 2018 年每年的 1 月 21 日，到期日为 2018 年 1 月 21 日，兑付日期为 2018 年 1 月 21 日。本次公司债券已于 2013 年 2 月 8 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“12 桐昆债”，证券代码为“122216”。本次公司债券的募集资金按照公告用于补充公司运营资金，跟踪期内公司于 2015 年 1 月 21 日支付债券利息。

三、行业分析

1. 宏观经济

从经济运行和发展趋势来看，2014 年中国经济全面向新常态转换，经济增速稳中缓降的同时，结构优化效应增强。根据国家统计局的数据显示，2014 我国国内生产总值达 63.65 万亿元，可比价格计算，同比增长 7.4%，比 2013 年下降 0.3 个百分点；但工业、零售、投资（除基础设施投资）和贸易产值的增速持续下降。2015 年 1 季度，国内生产总值增长 7.0%，经济增速持续放缓，但通

货膨胀率控制在较低水平，就业保持增长，国际收支基本平衡，表明我国宏观经济处于合理区间。

目前我国政府的工作重点在于结构性改革与防控金融风险，而国内宏观环境也处于结构调整阵痛期、经济增速换挡期和前期刺激政策消化期叠加的阶段。受“三期叠加”的影响，中国经济发展也将延续新常态模式，经济增长的调整远未到位，还会继续惯性下滑。

2. 行业现状

由于国家在 2010 年实施“四万亿投资计划”，化纤行业固定资产投资增速从 2010 年初开始上升，至 2011 年初达到峰值，随后逐渐下降。根据化纤项目 1.5~2 年投资周期规律，新增产能的投放在 2012 年下半年达到顶峰，产能同期开始释放，使化纤行业步入盈利低谷，许多化纤企业整体亏损。2014 年化纤行业依然存在部分新增产能释放，结构性产能过剩问题仍不容忽视。

根据国家统计局数据，2014 年，化纤行业实现利润总额 277.30 亿元，同比增长 11.21%；行业平均利润率为 3.85%，比 2013 年微增 0.28 个百分点；行业亏损面 18.01%，较 2013 年提高 0.63 个百分点，亏损企业亏损额同比增加 9.46%，说明行业内企业盈利能力两级分化态势明显。其中，涤纶行业利润总额增长 10.64%，增速提高 13.71 个百分点。2014 年，国内聚酯新增产能 348 万吨，同比下降 2.3%，新增产能仍以涤纶长丝为主。

从化纤产品产量上看，2014 年国内化纤产量 4,389.75 万吨，同比增长 7.90%，增速同比下降 3.81 个百分点。其中涤纶产量 3,340.64 万吨，同比增长 6.64%，增速同比下降 4.39 个百分点，占合成纤维总产量的 89.52%，占化纤总产量的 81.05%；涤纶长丝产量 2,391.90 万吨，同比增长 9.08%，增速同比上升 2.44 个百分点（表 1）。2015 年 1~3 月，国内化纤产品总量同比保持微幅增长，其中涤纶长丝涨幅明显。

表 1 2014~2015 年 3 月国内化纤及涤纶产品产量增长表（单位：万吨）

品种	2014 年	同比增长	2015 年 1~3 月	同比增长
化纤总量	4,389.75	5.50%	1,082.32	11.81%
合成纤维	4,017.46	6.20%	990.82	13.85%
涤纶	3,565.80	6.48%	871.85	14.54%
其中：短纤	930.67	-1.45%	223.19	7.80%
长丝	2,635.12	9.59%	648.66	17.06%

资料来源：中国化纤工业协会

从聚酯上游原料来看，我国是世界上最大的聚酯（PET）生产国，其生产所需的上游原料主要为 PX（对二甲苯）和 PTA（精对苯二甲酸），93%以上的 PX 用来生产 PTA，而 90%以上的 PTA 用于聚酯的生产。PX 来自于传统石化路线，由于近年来国内民众对 PX 项目产生抵触情绪，国内 PX 产能严重不足，PTA 新增产能不断扩大，因此对进口 PX 的依赖程度较大。2014 年国内 PTA 产能达 4,342 万吨，全年生产 PTA 2,655 万吨，由于聚酯企业需求不畅，PTA 企业的开工率约为 69%；而国内 PX 产量 860 万吨、进口 PX 997.27 万吨。

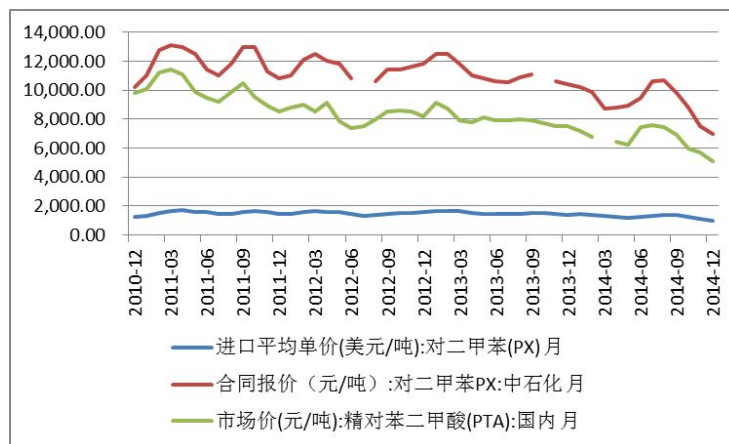
图1 2011~2014年国内PX、PTA情况 (单位:万吨)



资料来源: wind 资讯

上游原料来源方面,我国主要向日本、韩国进口PX,国内PX产能主要集中在中石化、中石油以及中海油三家。从下图的PX价格来看,2014年2季度后国内PX价格出现大幅下行趋势,进口PX价格相对平稳;全年国内PX平均价格为9,200.83元/吨,同期进口PX平均价格为1,270.04美元/吨。按照2014年美元兑人民币平均汇率6.14来计算,2014年进口PX平均价格为7,798.05元/吨,低于国内PX价格。PTA的价格走势与PX价格走势基本一致,二者之间的价差缩窄。由于PTA产能释放较快,其价格不断下行,2014年国内PTA市场平均价格为6,622.73元/吨,国内众多PTA生产企业接近亏损边缘。

图2 2011~2014年PX、PTA价格情况



资料来源: wind 资讯

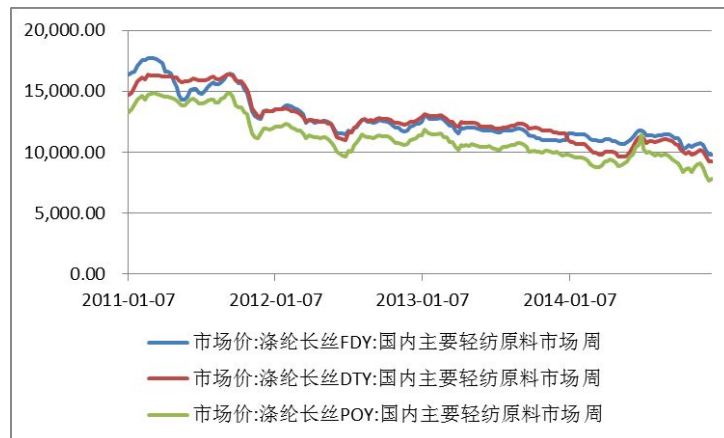
从涤纶产品价格来看,由于产能快速释放,需求提升动力不足,加之原油价格不断下降,从2012年开始主要涤纶产品POY¹、DTY²、FDY³产品价格进入下行区间。2014年,主要涤纶产品POY、DTY、FDY产品价格上半年相对平稳,受棉价和市场需求不旺的影响有一定下跌,下半年随着石油价格的大跌,主要涤纶产品价格均较2013年有一定程度下降,FDY平均价格为11,039.61元/吨,POY平均价格为9,289.12元/吨,DTY平均价格为10,336.18元/吨,价格降幅较大。

¹ POY, 涤纶预取向丝, 全称 PRE-ORIENTED YARN 或者 PARTIALLY ORIENTED YARN

² DTY, 拉伸变形丝, 又称涤纶加弹丝, 全称 DRAW TEXTURED YARN

³ FDY, 全拉伸丝, 又称涤纶牵引丝, 全称 FULL DRAW YARN

图3 2011~2014年国内主要涤纶产品价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

从下游纺织服装行业来看，2014年我国服装零售市场延续前两年阶梯放缓趋势，出口、内销需求不旺，服装价格增速放缓亦未能促进销量有效提升。出口方面，2014年我国纺织品服装出口实现弱复苏，纺织品、服装及其附件分别出口1,121.41亿美元和1,862.85亿美元，同比增长4.86%和5.22%，增速较2013年的11.7%和11.3%显著下降，但高于2012年。内销方面，2014年50家重点大型零售企业服装零售额同比增长0.9%，增速较2013年下降3.2%，零售量增速仅为0.7%，大幅低于上年水平，销售呈现出量价齐跌的态势。2015年一季度，受制造成本持续上升等不利影响影响，纺织服装行业内需仍旧比较疲软，企业零售终端改善有限。据中华商业信息网统计，全国50家重点大型零售企业一季度服装零售额同比增长3.5%，同比提升4.5个百分点；服装零售量同比下降4.3%，与上年同期相差7.8个百分点。

总体来看，聚酯长丝行业结构性、区域性、阶段性产能过剩的特征仍然显现，下游纺织服装终端需求低迷，目前国内化纤行业仍处于调整后软复苏阶段。

3. 行业关注

新增产能投放趋缓

2014年，PTA行业产能过剩进一步加剧，行业投资热潮逐渐消退，部分项目建设计划推迟或取消，也有部分项目虽已建成，但根据市场情况并未释放全部产能。2014年聚酯新增产能348万吨，仅占年初统计的计划投产项目的一半，其中新增涤纶产能246万吨。预计2015年，计划投产的聚酯涤纶项目有340万吨，大部分是从2014年延迟建设或投产的，根据实际情况，估计约50%的产能可以实际达产，行业产能增速明显放缓。

下游市场需求回暖

自2011年四季度以来，化纤行业运行进入下行周期，下游需求疲软，历经三年多时间的调整，自2014年下半年以来，聚酯长丝行业在长期的底部调整之后有所复苏，供需矛盾有所缓解。涤纶长丝的直接下游以织造行业为主，终端下游为服装家纺，需求相对刚性。2014年下半年以来，下游织机开工率达近年来高点，库存降至历史低位，反映了下游需求在逐步复苏。2015年初，纺织品服装出口退税率提升，将进一步提振涤纶长丝下游纺织服装行业需求。

油价、棉价双重影响

2014年国际原油市场受多重因素影响，出现暴跌。2014年底WTI油价跌至55美元/桶，最大跌幅达到50%，相关石化产品受此拖累，价格也一路下滑。合成纤维原料失去成本支撑，价格

也大幅下跌。影响油价走势的因素依然集中在供需基本面、金融属性、地缘政治等，2015 年一季度油价呈现先抑后扬的走势，二季度以来，国际油价连续反弹，对涤纶长丝行业产生利好影响。PTA 和涤纶长丝价格将有望上涨，将使行业内企业的存货迅速增值，对利润产生正面影响。经销商、下游织造企业将加大对原材料的购买，加速补库存，刺激短期需求。

2014 年，受到国内棉花政策调整的影响，国内棉价大幅下跌，与涤纶短纤价差不断缩小，涤纶短纤的价格替代优势不明显，对涤纶短纤的市场用量会产生一定影响。但棉价放开后，对于我国纺织工业整体竞争力的提升是重大利好，从长远看化纤行业也将受益于纺织行业的整体进步。

重组和退出

2014 年，依靠市场调节和行业引导，资本市场出现了同行业间、上下游产业链间的资产流动和重组，化纤行业并购重组取得进展。同时，PTA 行业开启淘汰落后产能序幕，天津石化、洛阳石化等四家国有企业的 PTA 装置，由于设备陈旧、单线产能小，加工成本高，与业内其他企业相比没有竞争优势，已分别于 2014 年下半年开始停产，进入落后产能淘汰阶段。产能的退出，会给深陷产能过剩困扰的 PTA 产业雪中送炭。随着行业调整的持续，行业的洗牌将导致部分竞争力不足的企业和部分落后的产能被淘汰出化纤市场，产品低端同质化竞争的问题有望得到一定的改善，这将有利于整个行业供需的平衡，也有利于部分具有成本优势和产业链优势的企业获得广阔的发展空间和长远的发展前景。

4. 行业前景

由于涤纶价格、性能上的优势，其对腈纶和锦纶的部分应用领域有替代的可能；同时在经济和人口不断增长、天然纤维产量增长受制约的情况下，涤纶性能又最接近天然纤维，且能满足需求增量。目前涤纶除用于传统的服装面料加工，其他在家纺、毛毯、地毯、产业用等方面的用量也越来越大，产品的功能性、差别化水平日益提高。同时，在非纤类制品领域的应用也在不断拓展，今后涤纶的需求将继续保持主导地位。

我国涤纶长丝开发品种规格不够丰富、产品质量不够稳定，功能性、差别化涤纶长丝比例仍较低，多种功能复合品种更少，在整体水平和质量上与美国、西欧、日本，以及韩国和我国台湾地区相比仍有一定差距，国内涤纶长丝制造业在提高产品差别化、功能化率方面还有较大发展空间。近几年涤纶长丝行业的激烈竞争，也逼迫更多的企业加大研发力度，提升产品附加值和差异化水平，以提升企业的产品市场竞争力。

总体来看，作为成熟的民生产业，涤纶行业未来仍将作为基础性行业，行业中规模效益显著、技术水平领先、资金实力雄厚的大型企业仍将具备明显的竞争优势。

四、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，由于上下游挤压，2014 年上半年，我国化纤行业仍处于低谷期，涤纶长丝产业产能过剩，市场竞争激烈；进入 2014 年下半年，聚酯长丝行业在长期的底部调整之后有所复苏，供需矛盾有所缓解，公司在行业深度调整弱复苏时期，凭借多年经营发展积累的领先优势，依托新建项目投产，加强成本控制，开发高附加值的产品。受此影响，公司产品以 POY 为主导，实现销量增长，从而带动收入增加，公司 2014 年全年实现营业收入 250.95 亿元，同比上升 13.36%；加之公司进一步加强成本控制，降本创收，实现净利润 1.30 亿元，同比上升 31.18%。

表 2 近两年公司主营业务收入、占比和毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2013 年			2014 年		
	主营业务收入	占比	毛利率	主营业务收入	占比	毛利率
POY	1,200,036.91	55.49%	3.16%	1,481,610.92	62.75%	4.75%
DTY	323,945.85	14.98%	6.46%	318,798.36	13.50%	5.13%
FDY	542,254.84	25.07%	4.65%	497,968.64	21.09%	3.31%
复合丝	37,965.70	1.76%	-6.78%	39,456.88	1.67%	8.95%
平牵丝	13,724.52	0.63%	6.25%	8,440.87	0.36%	5.39%
切片	16,901.89	0.78%	-0.38%		0.00%	
PTA	20,092.39	0.93%	1.09%	3,090.74	0.13%	0.16%
其他	7,776.71	0.36%	5.85%	11,785.69	0.50%	4.20%
合计	2,162,698.81	100.00%	3.84%	2,361,152.11	100.00%	4.56%

资料来源：根据公司年报整理

从收入构成上看，POY 为公司的主导产品，伴随公司 POY 产品产能的扩张，该板块收入占比由 2013 年的 55.49% 上升至 2014 年的 62.75%；而 DTY 和 FDY 产品占比则分别由 2013 年的 14.98% 和 25.07% 下降至 13.50% 和 21.09%；其他产品变化不大。

从毛利率来看，借助于公司主导产品的优势地位，公司 POY 毛利率有所上升，但受化纤行业整体仍处于深度调整期，公司 DTY、FDY 等产品的毛利率均下降（表 2）；其中 POY 由 2013 年的 3.16% 上涨至 2014 年的 4.75%，DTY 由 6.46% 下降到 5.13%；FDY 由 4.65% 下降至 2014 年的 3.31%。综合作用下，公司主营业务毛利率上涨至 4.56%，仍处于微利状态。从全行业来看，2014 年化纤行业平均利润率为 3.85%，同比略微提高 0.28 个百分点；公司主营业务毛利率仍高于行业平均利润率。

2015 年 1 季度，公司经营延续了 2014 年下半年的良好态势，虽然受国际原油价格大幅下降影响，公司产品价格明显下降，导致公司营业收入规模同比减少 12.63%，实现营业收入 48.33 亿元；但原材料价格也相应下降，公司利润明显回升，实现营业利润 1.13 亿元，超过 2014 年全年营业利润；公司实现净利润 1.03 亿元，达到 2014 年全年净利润的 79.34%。

总体看，跟踪期内，在化纤市场整体低迷的情况下，公司凭借产品优势地位，营业收入增幅显著，在主导产品的拉动作用下，公司综合毛利率水平有所提高，高于行业平均水平。

2. 原材料采购

跟踪期内，随着公司产能、产量增大，原材料的采购量与 2013 年相比也呈上升趋势（表 3）。公司嘉兴石化 PTA 项目正常生产，因此公司 2014 年 PX 采购量基本稳定；但伴随 2014 年公司 POY 产品产能提高，嘉兴石化 PTA 产量不能完全满足公司聚酯切片生产的日常用量，公司对外采购 PTA 数量大幅增长，由 2013 年的 28.18 万吨增长至 77.37 万吨。

从采购价格来看，2014 年公司 PTA 采购均价（含税）约为 6,530.94 元/吨，MEG 均价（含税）约为 6,977.88 元/吨，PX 均价（含税）约为 9,003.15 元/吨，上述采购均价同比有较大下降，与市场价格基本一致。伴随子公司嘉兴石化生产 PTA 所需的 PX 价格不断下降，拉动 PTA 生产成本下降；虽公司内部参考中石化每月公布市场价格进行结算，相较于外部零散采购，该价格略高，但考虑到运距短且供应稳定等优势，公司产业链一体化的竞争优势逐步显现。

表3 近两年公司主要原材料采购情况（不含税价格）

原材料名称	项目	2013年	2014年
PTA	总采购量（吨）	281,757.00	773,713.00
	单价（元/吨）	6,746.00	5,582.00
MEG	总采购量（吨）	730,608.00	940,502.00
	单价（元/吨）	6,728.00	5,964.00
PX	总采购量（吨）	1,073,197.00	1,067,246.00
	单价（元/吨）	9,394.00	7,695.00

资料来源：公司提供

注：PTA 为外购量，向嘉兴石化采购部分已抵消。

公司主要向中国石化、沙伯亚太有限公司等单位采购 PX、MEG 等大宗原料，2014 年，公司向 5 大供应商采购的商品总金额为 92.59 亿元，占公司总采购金额的比例为 44.32%，供应商比较集中。

总体看，伴随公司产能扩大，公司原材料 PTA 的采购量大幅增长；而原材料 PX 的采购量基本平稳，原材料采购价格基本与市场价格一致。随着子公司嘉兴石化 PTA 的量产，公司 PTA 供应稳定；伴随行业逐步回暖，公司产业链优势有望得到进一步体现。

3. 生产经营

跟踪期内，公司年产 40 万吨超仿棉差别化纤维项目在年中陆续投产，2014 年产能增加 30 万吨，因此公司 POY 的产能得到进一步的提升，产量也相应有所增长；伴随公司产品产量提高，公司 FDY 和 DTY 产能利用率均出现一定的提高（表 4）。

表 4 近两年公司主要产品生产情况（单位：万吨）

产品	项目	2013 年	2014 年
FDY	产能	60.00	60.00
	产量	56.17	58.58
	产能利用率（%）	93.62	97.64
DTY	产能	32.00	32.00
	产量	30.03	31.25
	产能利用率（%）	93.84	97.66
POY	产能	160.00	190.00
	产量	134.61	188.06
	产能利用率（%）	84.13	98.98

资料来源：公司提供

表5 近两年公司主营业务成本构成（单位：万元）

成本构成项目	2013 年		2014 年		变动率
	金额	占比	金额	占比	
原料	1,816,515.14	87.34%	1,949,463.89	86.33%	7.32%
燃料动力	86,130.02	4.14%	95,339.11	4.22%	10.69%
直接人工	29,269.65	1.41%	36,237.56	1.60%	23.81%
其他	147,824.15	7.11%	177,220.11	7.85%	19.89%
合计	2,079,738.95	100.00%	2,258,260.68	100.00%	8.58%

资料来源：公司年报

2014 年公司年产 40 万吨超仿棉差别化纤维项目在年中陆续投产，在收入增加的同时成本亦大幅上升。从成本构成来看，原料成本所占比重依旧较大，燃料动力、人工和其他成本占比变化不大。剔除原材料占比较大的因素，从金额来看，其余燃料动力、人工和其他成本同比上升 17.31%，公司综合成本较上年增长 8.58%，小于公司营业收入增长幅度。

总体来看，尽管化纤行业处于调整周期，但公司的产能、产量均有所提高，产能利用率在行业内保持较高水平，整体生产运行情况稳定。

4. 产品销售

尽管 2014 年公司依旧面临涤纶长丝供大于求、产品价格波动下行、行业弱复苏等复杂多变的外部环境，但在产能、产量增长的同时，公司基本保持了产销平衡。

具体来看，2014 年公司实现 FDY 销售 59.17 万吨，同比增长 6.38%，产销率达到 101%；实现 DTY 销售 31.1 万吨，同比增长 4.43%，产销率为 99.52%；实现 POY 销售 185.59 万吨，同比增长 40.88%，产销率为 98.69%；公司产品产销基本平衡，产销率依旧保持在较高水平。

表6 近两年公司主要产品产销量及平均销售价格情况（不含税价）

产品	项目	2013 年	2014 年	增长率（%）
FDY	产量（万吨）	56.17	58.58	4.30
	销量（万吨）	55.62	59.17	6.38
	产销率（%）	99.02	101.00	2.00
	价格（元/吨）	9,749	8,488	-12.93
DTY	产量（万吨）	30.03	31.25	4.06
	销量（万吨）	29.78	31.1	4.43
	产销率（%）	99.17	99.52	0.35
	价格（元/吨）	10,879	9,386	-13.72
POY	产量（万吨）	134.61	188.06	39.71
	销量（万吨）	131.74	185.59	40.88
	产销率（%）	97.86	98.69	0.84
	价格（元/吨）	9,109	7,983	-12.36

资料来源：公司提供

销售价格方面，公司涤纶产品质量稳定，品牌优势明显，但伴随原油等终端原材料价格持续大幅下降，公司 FDY、DTY 和 POY 的售价相应下降，分别下降了 12.93%、13.72%和 12.36%。

销售客户方面，公司仍以“内销为主，出口为辅”，内销收入占比为 95.29%，同比下降了 1.87 个百分点，而公司外销收入同比增长 80.85%。

表7 公司2014年主营业务收入分地区情况（单位：万元）

区域	营业收入	占比（%）	增长率（%）
国内	2,249,912.77	95.29	7.08
国外	111,239.34	4.71	80.85
合计	2,361,152.11	100	9.18

资料来源：公司年报

跟踪期内，公司产品销售的主要区域为浙江、江苏等地的大型专业市场，拥有的客户资源非常丰富，客户群分布广泛；公司对前5大客户的产品销售收入合计为13.51亿元，占公司全部营业收入的比例为5.38%，客户集中度较2013年有所下降，集中度不高。

表8 公司2014年前5大销售客户情况（单位：万元、%）

客户名称	销售金额（万元）	占营业收入比重（%）
长兴金盛物资贸易有限公司	35,689.80	1.42
太仓市承通贸易有限公司	28,234.57	1.12
长兴鑫能物资贸易有限公司	26,042.54	1.04
海宁合丰纺织品有限公司	25,400.05	1.01
浙江彩蝶实业有限公司	19,733.32	0.79
合计	135,100.28	5.38

资料来源：公司提供

总体看，受行业周期影响涤纶产品平均售价较上年明显下降，随着新增产能的逐步释放，公司涤纶产品销量稳定增长，产销率保持较高水平，在一定程度上弥补了产品价格下降对收入的影响。

5. 投资项目情况

截至2014年底，公司在建项目主要为公司年产40万吨超仿棉差别化纤维项目、公司年产20万吨差别化纤维项目和恒腾差别化年产40万吨差别化纤维项目。其中，年产40万吨超仿棉差别化纤维项目已于2014年聚合一次投料试车成功，长丝于9月底已成功开车12条线，剩余2条线2015年8月底前全部投产，该项目总投资为14.94亿元。公司年产27万吨差别化纤维项目已13年底前全部投产，本年度投入金额为自动化设备。恒腾差别化年产40万吨差别化纤维项目（恒腾二期）已于2014年底进场施工，该项目总投资17.7亿元，所需资金计划由公司自有资金加部分银行贷款作为项目的建设资金。

表 9 截至 2014 年底公司重点投资项目情况（单位：万元）

项目名称	项目金额	项目进度	本年度投入金额	累计投入金额	项目收益情况
公司年产 40 万吨超仿棉差别化纤维项目	149,350	2014 年 4 月 19 日聚合一次投料试车成功，长丝 2014 年 9 月底已成功开车 12 条线，剩余 2 条线 2015 年 8 月底前全部投产。	72,874.53	149,483.71	208
公司年产 27 万吨差别化纤维项目	115,135.3	2012 年 10 月 10 日聚合一次投料试车成功，长丝 2013 年 1 月底止已成功开车 4 条线，其余 13 年底前全部投产，本年度投入金额为自动化设备。	230.39	112,779.77	6,582.67
恒腾差别化年产 40 万吨差别化纤维项目	177,000	2014 年 11 月 25 日正式进场施工，截止 12 月 31 日，二期项目工地场地回填平整工作基本完成，桩基打桩工作基本完成，成品仓库二和聚酯大楼承台基础完成。	15,294.42	15,294.42	
合计	441,485.3	/	88,399.35	277,557.9	6,790.67

资料来源：公司年报

总体看，公司主要以自有资金加银行贷款来支撑上述项目建设，投资金额较大，未来公司资本支出压力依旧较大。但上述项目建成后，对公司完善产业链、提高整体生产能力将产生一定积极影响。

6. 经营风险

- （1）公司投资项目规模较大，尚存在一定的投资需求，未来公司仍存在较大的资金压力；
- （2）公司所处行业为强周期行业，与石油等上游行业紧密相关；行业处于弱复苏阶段，仍存在一定的波动风险。

7. 未来发展

作为涤纶长丝行业中的龙头企业，公司通过多年在行业中的发展，在技术研发、经营管理、生产能力等方面积累了一定的领先优势。此外，相比于下游纺织品服装企业，公司在规模上显著大于公司客户，因此具有较强的定价能力，能够将部分经营压力传导至下游企业。2014 年，公司以改革创新和提升经济效益为中心，通过抓源头、抓过程、抓促销、抓效益，保证了公司的稳健健康运营。2015 年，公司将始终以企业经济效益为中心，努力挖掘和培育效益增长新动力，继续坚持将“稳中求进”作为 2015 年工作的总基调，以提高企业发展质量和经济效益为中心，突出改革创新驱动。公司将通过全方位的用工改革、生产改革、销售改革、产品布局改革等措施，强化执行绩效提升的效果，在全力推进项目建设的基础上，实现企业快速、健康发展。总体看，虽然行业在长期的底部调整之后有所复苏，但仍处于不景气周期，公司将未来一段时间的工作重点向改革创新、提升执行绩效方面倾斜，总体目标较为稳健。随着公司在用工、生产、经营销售、产品布局各方面改革措施的推进以及执行绩效的提升，预计公司将继续保持稳健发展的态势以度过行业不景气周期，同时进一步巩固行业领先地位。但随着产业规模的不断扩大和产业链的日趋完

善，公司同时仍面临资金需求上升以及管理难度加大的挑战。

五、财务分析

1. 财务概况

公司 2014 年度财务报告经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见的审计报告。公司 2014 年合并范围有所变化，新纳入合并范围鹏裕贸易有限公司，注销桐乡市三星化纤有限公司和桐乡市中洲贸易有限责任公司，但对公司业务影响不大，公司主营业务未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 137.57 亿元，负债合计 68.74 亿元，所有者权益合计 68.83 亿元，其中归属母公司所有者权益 68.31 亿元。2014 年公司实现营业收入 250.95 亿元，净利润 1.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额 35.91 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.61 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 144.74 亿元，负债合计 74.89 亿元，所有者权益合计 69.85 亿元，其中归属母公司所有者权益 69.31 亿元。2015 年 1 季度公司实现营业收入 48.33 亿元，净利润 1.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额-12.26 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.08 亿元。

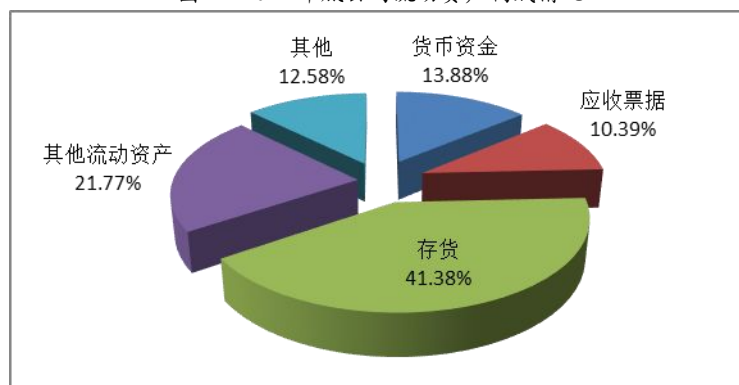
2. 资产质量

伴随公司偿还部分借款，公司资产规模有所下降，截至 2014 年底，公司资产总额 137.57 亿元，较年初下降 10.72%。资产中流动资产占 31.75%，非流动资产占 68.25%，流动资产占比有所下降，公司资产构成仍旧以非流动资产为主。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产合计 43.68 亿元，较年初下降了 32.39%；公司流动资产以应收票据、存货和货币资金为主（图 4）。

图 4 2014 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司年报

截至 2014 年底，公司货币资金 6.06 亿元，较年初下降 22.84%，主要系公司偿还部分借款所致。其中，以银行存款为主（占比 78.67%）。期末存放在境外的款项总额为 0.04 亿元，受限的货币资金余额为借款保证金 0.88 亿元，公司货币资金较为充裕。

截至 2014 年底，公司衍生金融资产 0.025 亿元，较年初下降 94.63%，主要系期末持仓的期货合

约减少所致。

截至2014年底，公司应收票据4.54亿元，较年初下降82.04%，主要系公司本期到期票据托收所致。

截至2014年底，公司应收账款2.06亿元，较年初增加31.71%，主要系公司未到结算期的货款增加所致。从账龄来看，公司99.89%的应收账款账龄在1年以内，账龄较短。从集中度上看，前五大客户账面余额合计1.03亿元，占比为47.46%，集中度略高。截至2014年底，公司累计计提应收账款坏账准备0.11亿元。

截至2014年底，公司预付款项3.19亿元，较年初增加64.95%，主要系公司及嘉兴石化等预付货款增加所致。

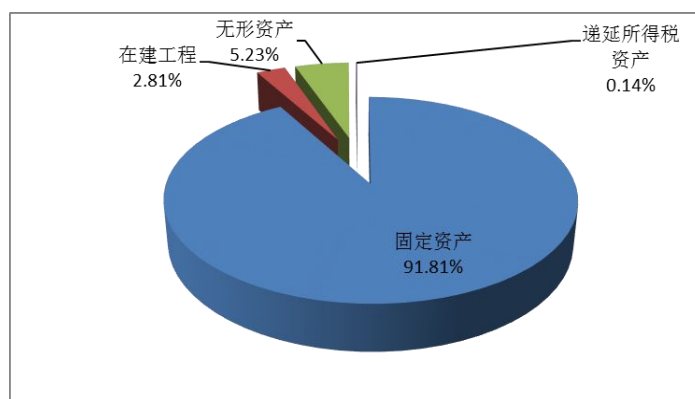
截至2014年底，公司存货18.07亿元，较年初下降10.35%。其中，原材料占48.03%，库存商品占26.92%，在途物资占14.69%（占比提升7.23个百分点），在产品占10.25%，其余为包装物和低值易耗品。截至2014年底，公司对原材料和库存商品计提跌价准备0.009亿元，但原材料和产品价格波动仍加大了公司存货管理的难度，仍存在存货跌价损失的风险。2014年公司依托新建项目投产，加强成本控制，优化产品布局，基本实现了全年产销平衡，使产品库存维持低位。

截至2014年底，公司其他流动资产合计9.51亿元，较年初增长31.88%，主要系本期银行理财产品增加较多所致。

非流动资产

2014年，随着公司年产40万吨超仿棉差别化纤维项目开始完全达产，公司非流动资产小幅增长。截至2014年底，公司非流动资产合计93.89亿元，较年初增长4.92%。公司非流动资产主要为固定资产（图5）。

图5 2014年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司年报

由于公司年产40万吨超仿棉差别化纤维项目完工转入固定资产，使得公司固定资产有所增加。截至2014年底，公司固定资产原值123.69亿元，其中房屋及建筑物占16.30%，机器设备占83.35%，运输工具和其他设备占0.35%。截至2014年底，公司固定资产累计计提折旧37.60亿元、计提固定资产减值准备32万元。截至2014年底，公司将账面原值42,998.02万元的固定资产用于担保借款。

截至2014年底，公司在建工程金额为2.63亿元，较年初减少58.17%，主要系公司年产40万吨超仿棉差别化纤维项目逐步结转至固定资产所致。

截至 2014 年底，公司无形资产原值共计 5.64 亿元，同比变化不大，主要是土地使用权（占比 76.81%）和 PTA 技术许可（占比 20.18%），其余为应用软件和排污权。截至 2014 年底，公司无形资产累计摊销 0.73 亿元，公司无形资产未发生减值情形。截至 2014 年底，公司将账面原值 0.87 亿元的无形资产用于抵押担保借款。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 144.74 亿元，较年初增长 5.21%，流动资产合计占 35.64%，非流动资产合计占 64.36%，流动资产占比有所提高。

总体看，伴随公司偿还部分借款，公司资产规模有所下降；公司资产结构仍以固定资产等非流动资产为主，整体资产流动性较上年有所下降。

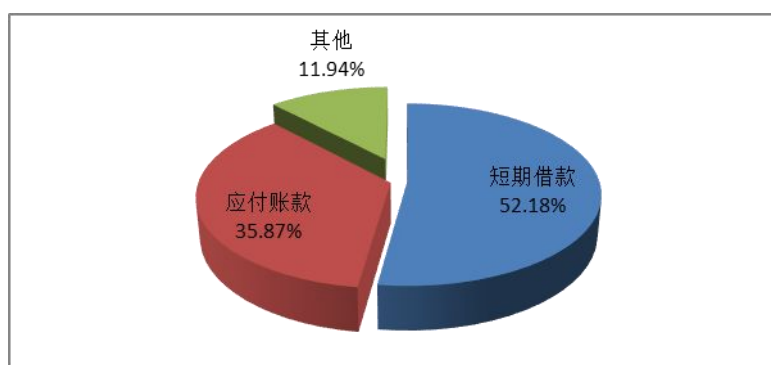
3. 负债及所有者权益

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 68.74 亿元，资产负债率下降至 49.97%。从负债结构上看，2013 年和 2014 年底公司流动负债占负债合计的比例分别为 83.02%和 78.83%，占比有所下降。

截至 2014 年底，公司流动负债以短期借款和应付账款主（图 6）。

图 6 2014 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司年报

截至 2014 年底，公司短期借款 28.28 亿元，较年初下降 32.34%，主要系公司本期归还借款较多所致。

截至 2014 年底，公司应付账款合计 19.44 亿元，较年初减少 14.00%，主要系公司及时支付采购款项所致。

由于期末一年内到期长期借款减少，相应公司的一年内到期的非流动负债大幅下降。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债为 0.10 亿元，较年初下降 79.50%。

非流动负债方面，公司非流动负债较年初增长 2.62%，主要系长期借款小幅增加所致。截至 2014 年底，公司非流动负债共计 14.55 亿元，其中主要为应付债券。

截至 2014 年底，公司长期借款为 1.19 亿元，较年初上涨 13.23%，其中保证借款 0.30 亿，质押借款 0.89 亿，到期日集中于 2016 年。

截至 2014 年底，公司全部债务为 45.99 亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为 69.31%和 30.69%，短期债务较上年有所减少，债务结构有所改善，但短期债务占比仍处于较高水平。从债务指标看，截至 2014 年底，公司长期债务资本化比率为 17.02%，较 2013 年有所上升，而全部债务资本化比率和资产负债率分别为 40.06%和 49.97%，均较 2013 年有所下降，整体债务负担适中。

截至 2015 年 3 月底，由于公司短期借款和应付票据有所增加，公司负债合计 74.89 亿元，较年初增长 8.95%；其中，流动负债占 80.57%，占比有所提高。相应地，公司资产负债率上升至 51.74%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率 44.69%和 16.82%。

总体看，公司负债规模有所下降，虽流动负债占比较大，但整体负债水平合理。

所有者权益

截至 2014 年底，公司的所有者权益为 68.83 亿元（其中少数股东权益 0.52 亿元）。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 14.00%，资本公积占 40.61%，盈余公积占 4.41%，未分配利润占 40.26%，与 2013 年相比变化不大。公司资本公积和未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 69.85 亿元（其中少数股东权益 0.53 亿元），所有者权益结构变化不大。

总体上看，公司所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

伴随公司年产 40 万吨超仿棉差别化纤维项目陆续达产，产品的销量同比有所增加，2014 年，公司盈利规模有较大幅度增长，全年实现营业收入 250.94 亿元，同比增长 13.36%；实现营业利润 1.01 亿元，同比大幅上涨 324.28%，显示公司主营业务盈利能力有明显改善。

2014 年，公司取得营业外收入 1.49 亿元，同比下降 4.44%，其中收到政府补贴 1.32 亿元，主要为收到的水利建设专项资金及土地使用税返还、政府奖励等。2014 年，公司实现利润总额 1.87 亿元，同比上涨 40.97%；实现净利润 1.30 亿元，同比上涨 31.18%。公司盈利对营业外收入仍有较大的依赖性。

从期间费用看，伴随收入增长及财务费用增长的双重作用，公司期间费用快速增长。2014 年，公司销售费用同比上涨 32.72%，主要系本期出口销量增加运保费及报关费等所致；公司管理费用同比增加 2.90%；财务费用同比增长 108.51%，主要系本期汇兑损失增加所致。公司费用收入比由 2013 年的 3.54%小幅增长至 3.86%。

从盈利指标看，2014 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.02%、2.91%和 1.86%，同比均有所上升。虽然化纤行业持续不景气，但公司依托新建项目投产和成本优势，增加了销量，实现全年产销平衡，利润规模大幅增长，而公司资产规模有一定下降，两者综合作用使得公司盈利能力提高。

与国内同行业上市公司比较（表 10），公司盈利能力总体处于较高水平。另外，近两年虽然大规模债务融资导致公司的期间费用大幅增加，但由于公司成立较早、管理成熟，与同行业其他上市公司相比，销售期间费用率处于较低水平。

表 10 主要同行业上市公司 2014 年盈利能力比较

证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率	销售期间费用率
荣盛石化	-5.11	-0.81	2.30	3.85
恒逸石化	-6.71	-0.14	4.13	4.10
中纺投资	1.02	1.94	4.64	4.49
华西股份	2.80	3.27	6.38	3.87
桐昆股份	1.65	2.93	4.24	3.86

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表指标统一采用 Wind 资讯数据。

2015 年 1 季度，公司经营状况延续好转态势，虽受公司产品价格下降影响，公司营业收入同

比减少 12.63%，实现营业收入 48.33 亿元；但公司实现净利润 1.03 亿元，较上年同期的亏损有明显好转。

总体看，伴随行业由深度调整周期步入弱复苏阶段，公司盈利能力好转，各项盈利指标明显上升；但 2014 年公司盈利仍对营业外收入有较大依赖；此外，公司财务费用易受到汇兑损益的影响，存在一定的波动性。

5. 现金流

从经营活动看，2014 年由于产销规模进一步扩大，公司经营活动现金流入同比上升 25.08%，为 314.07 亿元；同期经营活动现金流出也相应上升，上升幅度为 11.84%，低于现金流入增长幅度。2014 年公司经营活动现金流量净额同比上升 1,409.40%，主要系本期公司销售商品提供劳务收到的现金较多所致，经营活动现金流状况有所好转。从收入实现质量来看，2014 年公司的现金收入比为 123.97%，较上年增长较大，收入实现质量较高。

从投资活动来看，公司 2014 年投资活动现金流净流出 19.58 亿元，投资活动继续保持较大规模，主要系公司主要在建项目投资额较大、项目建设周期长所致。未来公司将持续投资，公司对外融资需求依旧较大。

从筹资活动来看，公司 2014 年筹资活动现金流由 2013 年的净流入转为净流出状态，净流出 18.88 亿元，主要系 2013 年公司发行公司债券取得现金及取得借款较多，而 2014 年偿还部分借款所致。

2015 年 1 季度，公司经营活动现金流入 57.14 亿元，经营活动现金流量净额为-12.26 亿元；投资活动现金净流出 1.93 亿元；筹资活动现金流量净流入 14.34 亿元。

总体看，由于产销规模扩大，公司经营活动现金流有所好转，收入实现质量较高；2014 年，公司经营活动产生现金流入能够满足投资需求，公司筹资活动为净流出状态；但未来在建投资项目较多，公司仍有一定的外部筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 0.81 倍和 0.47 倍，短期偿债能力尚可；经营性现金流同比上升幅度较大，且流动负债有所下降，公司经营现金流动负债比率为 66.26%，较上年上升幅度较大，经营活动现金流量对短期负债的保护能力较强。

从长期偿债能力指标看，伴随公司利润增长，2014 年公司 EBITDA 为 12.76 亿元，同比增加 19.47%。2014 年公司有息债务扩张幅度较小，EBITDA 利息倍数较 2013 年的 5.12 倍增长至 5.37 倍；EBITDA 全部债务比为 0.28 倍，较上年有所增长；经营现金债务保护倍数为 0.78 倍；筹资活动前现金流量净额债务保护倍数为 0.36 倍。考虑到 EBITDA 上升主要系公司主营业务经营利润水平大幅上涨，在行业弱复苏的背景下，公司的盈利能力有望对偿债形成支撑，公司的长期偿债能力较强。

截至 2014 年底，公司无对外担保和重大对外诉讼。

截至 2014 年底，公司已获批准的授信总额 151.25 亿元，尚未使用的授信余额 98.04 亿元，公司间接融资能力较强、融资渠道通畅。

总体看，行业深入调整进入弱复苏周期，虽然行业不景气，但公司本期利润规模有较大幅度上升，短期偿债能力和长期偿债能力均有所提升，整体偿债能力较强。

7. 过往债务履约情况

根据《公司企业信用报告》（机构信用代码：G1033048300006710J），截至 2015 年 3 月 3 日，公司无未结清的不良或关注类信贷信息记录，但有 3 笔已结清的关注类票据贴现和 2 笔已结清的关注类流动资金贷款业务，该 5 笔业务为历史业务，且均已于 2010 年前正常结清。整体上看，公司过往债务履约情况正常。

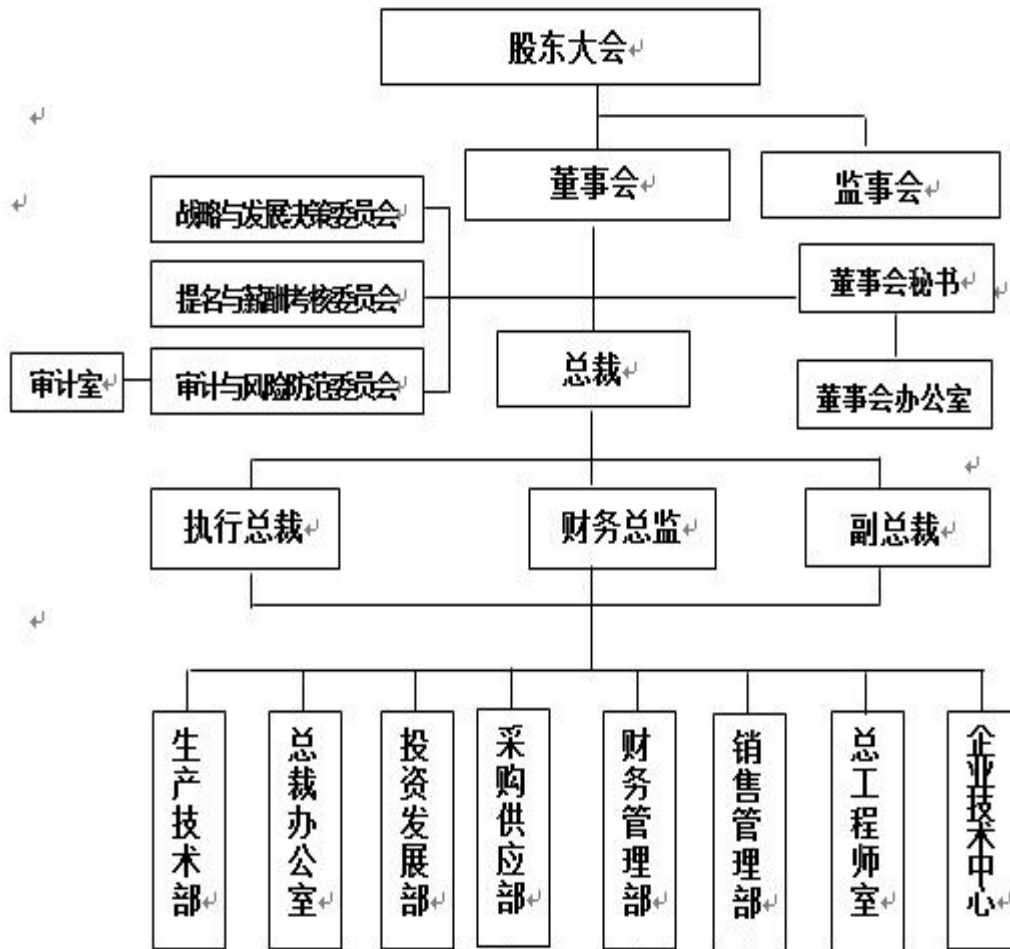
六、综合评价

化纤行业属周期性特性非常明显的行业，受宏观经济影响，近期行业景气度持续下滑，而 2014 年行业呈现弱复苏态势。公司作为国内涤纶生产龙头企业，在 2014 年化纤行业处于调整后弱复苏的情况下，不断完善产业链，公司产能、产量均有所增长，公司产销基本平衡；并实现营业收入和净利润的增长。同时，联合评级也关注到国内化纤行业竞争激烈，消化过剩产能尚需时日，且行业利润率整体处于较低水平，公司经营业绩仍对政府补贴有较大依赖性以及汇兑损益波动性较大等因素共同给公司经营带来的不利影响。

目前公司生产运营基本稳定，产品产销规模有所扩大，产销平衡，库存产品有所减少，虽 2014 年净利润仍对政府补贴有较大依赖，但 2015 年 1 季度公司盈利状况大幅改善。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望调整为“稳定”；同时维持“12 桐昆债”AA 的债项信用等级。

附件 1 桐昆集团股份有限公司组织结构图



附件 2 桐昆集团股份有限公司控股子公司

公司名称	成立时间	注册资本（万元）	经营范围	持股比例
嘉兴石化有限公司	2010.1.25	120,000.00	精对苯二甲酸（PTA）的生产和销售；化工产品、化工原料（除危险化学品及易制毒化学品）的销售；经营各类商品及技术的进出口业务	100.00%
桐昆集团浙江恒盛化纤有限公司	2000.11.13	39,000.00	化纤特种、改性、涤纶纤维（除化学危险品）的原料产品和涤纶丝的生产、销售；化工原料（除危险化学品及易制毒化学品）、纺织原料（除棉花、鲜茧的收购）、纺织机械设备及配件的批发及其进出口业务、技术进出口；经济信息咨询（不含证券、期货）	100.00%
桐乡市中洲化纤有限责任公司	1999.12.1	6784.50[注]	化纤丝、合纤丝的生产、销售	100.00%
桐乡市恒隆化工有限公司	2009.9.25	2,000.00	化纤油剂、表面活性剂、塑料吹膜、缠绕膜的生产销售；化工原料及产品（除危险化学品及易制毒化学品）的批发；货物进出口、技术进出口	100.00%
上海益彪国际贸易有限公司	2002.5.30	500.00	化工原料（除危险化学品、监控化学品、烟花爆竹、民用爆炸物品、易制毒化学品）及其产品、纺织原料及产品（除棉花收购）、纺织机械设备、仪器仪表及配件的批发及其进出口业务，商业咨询（除经纪）	100.00%
恒隆国际贸易有限公司	2008.1.9	475.00 万美元	化工原料、纺织原料及产品的进出口贸易	100.00%
桐昆纱线贸易工业有限公司	2012.5.29	362.8 万美元	各种规格的涤纶长丝	96.472%
桐乡市恒基差别化纤维有限公司	2003.1.6	1,200.00	生产、销售差别化纤维（化纤丝、复合丝、变形丝、有色丝）、化纤包装薄膜袋、纺织助剂（不含危险化学品）	75.00%
桐昆集团浙江恒通化纤有限公司	2008.5.13	25870.6819 万美元	差别化纤维及聚酯纤维的生产、销售	100.00%
桐乡市恒源化工有限公司	2000.9.13	1,000.00	化纤油剂、表面活性剂的生产、销售	75.00%
桐乡市恒昌纸塑有限公司	2000.7.31	65.00	纸管、纸箱、针织品、床上用品的生产、销售（不包括印刷）；料袋回收、销售；纺织原料（除棉花、鲜茧的收购）的批发	51.15%
桐昆集团浙江恒腾化纤有限公司	2012.5.15	9,000.00 万美元	差别化纤维及聚酯纤维的生产、销售	88.45%
桐乡恒益纸塑有限公司	2003.4.28	48 万美元	生产销售纸管、塑料袋（不含印刷）	75.00%
鹏裕贸易有限公司	2014.1.6	100.00 万美元	化工原料、纺织原料及产品的进出口贸易；投资兴办实业、控股企业资产管理	100.00%

注：中洲化纤吸收合并锦瑞化纤，公司原持有锦瑞化纤75%的股权。

附件 3-1 桐昆集团股份有限公司
 2013 年~2015 年 3 月合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资 产	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动资产：				
货币资金	78,550.42	60,612.52	-22.84	61,396.71
交易性金融资产	4,576.49	245.93	-94.63	1,505.26
应收票据	252,703.05	45,384.92	-82.04	56,871.49
应收账款	15,660.40	20,626.32	31.71	12,024.63
预付款项	19,347.73	31,915.03	64.95	31,598.23
应收利息				
应收股利				
其他应收款	1,486.57	2,165.80	45.69	4,125.85
存货	201,592.70	180,726.44	-10.35	252,386.09
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	72,106.99	95,097.47	31.88	95,992.50
流动资产合计	646,024.34	436,774.43	-32.39	515,900.76
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	960.00	959.59	-0.04	959.59
投资性房地产	506.32	320.87	-36.63	320.87
固定资产	780,666.27	860,873.82	10.27	848,556.20
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程	62,979.46	26,345.78	-58.17	30,227.66
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	49,000.13	49,071.91	0.15	50,133.25
开发支出				
商誉				
长期待摊费用				
递延所得税资产	765.59	1,350.13	76.35	1,302.40
其他非流动资产	49.57	0.00	-100.00	0.00
非流动资产合计	894,927.34	938,922.09	4.92	931,499.97
资产总计	1,540,951.68	1,375,696.52	-10.72	1,447,400.74

附件3-2 桐昆集团股份有限公司
2013 年~2015 年 3 月合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动负债：				
短期借款	417,920.53	282,773.61	-32.34	365,430.50
交易性金融负债				0.00
应付票据	18,000.00	35,000.00	94.44	56,600.00
应付账款	226,044.54	194,407.55	-14.00	160,161.66
预收款项	11,735.39	10,582.63	-9.82	7,988.09
应付职工薪酬	2,201.89	1,992.14	-9.53	1,989.04
应交税费	2,768.30	2,165.69	-21.77	3,200.71
应付利息	7,841.67	7,456.68	-4.91	1,744.31
应付股利	0.00	4,761.40		3,531.14
其他应付款	1,924.28	1,764.10	-8.32	1,735.77
一年内到期的非流动负债	4,877.52	1,000.00	-79.50	1,000.00
其他流动负债				0.00
流动负债合计	693,314.10	541,903.80	-21.84	603,381.21
非流动负债：				
长期借款	10,480.00	11,866.33	13.23	11,866.33
应付债券	129,101.93	129,303.72	0.16	129,356.49
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债	75.76	54.80	-27.66	54.80
其他非流动负债	2,139.45	4,287.35	100.39	4,277.35
非流动负债合计	141,797.13	145,512.20	2.62	145,554.97
负债合计	835,111.23	687,416.00	-17.69	748,936.18
所有者权益：				
股本	96,360.00	96,360.00	0.00	96,360.00
资本公积	279,789.47	279,531.53	-0.09	279,531.53
减：库存股	2,761.49	0.00	-100.00	0.00
专项储备	-143.42	-243.78	69.98	-352.93
盈余公积	23,991.30	30,336.99	26.45	30,336.99
未分配利润	274,449.73	277,072.62	0.96	287,264.80
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	671,685.60	683,057.36	1.69	693,140.38
少数股东权益	34,154.85	5,223.16	-84.71	5,324.17
所有者权益合计	705,840.45	688,280.52	-2.49	698,464.56
负债和所有者权益总计	1,540,951.68	1,375,696.52	-10.72	1,447,400.74

附件 4 桐昆集团股份有限公司 2013 年~2015 年 3 月合并利润表

（单位：人民币万元）

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
一、营业收入	2,213,787.48	2,509,491.66	13.36	483,348.99
减：营业成本	2,130,833.86	2,403,192.54	12.78	449,613.23
营业税金及附加	1,404.66	1,662.56	18.36	554.19
销售费用	4,625.18	6,138.57	32.72	1,840.92
管理费用	59,824.33	61,559.50	2.90	17,134.89
财务费用	13,943.72	29,073.97	108.51	5,779.27
资产减值损失	1,227.23	383.44	-68.76	-750.65
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-347.47	414.99	-219.43	2,112.50
投资收益（损失以“-”号填列）	790.16	2,164.44	173.93	-0.46
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	-0.41		0.00
汇兑收益（损失以“-”号填列）				
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	2,371.18	10,060.52	324.28	11,289.18
加：营业外收入	15,641.23	14,946.65	-4.44	2,145.13
减：营业外支出	4,774.56	6,345.58	32.90	861.79
其中：非流动资产处置损失	314.00	1,717.29	446.90	22.76
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	13,237.86	18,661.58	40.97	12,572.52
减：所得税费用	3,344.87	5,684.42	69.94	2,275.81
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	9,892.98	12,977.16	31.18	10,296.71
其中：归属于母公司所有者的净利润	7,194.64	11,184.85	55.46	10,192.18
少数股东损益	2,698.35	1,792.31	-33.58	104.52
五、每股收益：				
（一）基本每股收益	0.07	0.12	71.43	0.11
（二）稀释每股收益	0.07	0.12	71.43	0.11
六、其他综合收益	-126.95	-103.16	-18.74	-109.15
七、综合收益总额	9,766.04	12,874.00	31.82	10,187.55
归属于母公司所有者的综合收益总额	7,078.28	11,084.49	56.60	10,086.54
归属于少数股东的综合收益总额	2,687.76	1,789.51	-33.42	101.01

附件 5 桐昆集团股份有限公司 2013 年~2015 年 3 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 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	2,481,398.72	3,110,909.72	25.37	566,054.73
收到的税费返还	8,185.43	12,445.67	52.05	1,766.23
收到其他与经营活动有关的现金	21,289.97	17,341.89	-18.54	3,545.20
经营活动现金流入小计	2,510,874.12	3,140,697.27	25.08	571,366.16
购买商品、接受劳务支付的现金	2,372,101.04	2,655,543.58	11.95	653,477.29
支付给职工以及为职工支付的现金	70,737.44	79,185.69	11.94	26,174.85
支付的各项税费	24,242.44	28,355.66	16.97	7,097.27
支付其他与经营活动有关的现金	20,003.41	18,529.33	-7.37	7,227.76
经营活动现金流出小计	2,487,084.33	2,781,614.26	11.84	693,977.16
经营活动产生的现金流量净额	23,789.79	359,083.01	1,409.40	-122,611.00
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	2,582.65	5,571.32	115.72	1,047.75
取得投资收益收到的现金	7.89	640.53	8,021.53	417.89
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3,688.15	1,768.88	-52.04	151.41
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	124,824.78		115,000.00
投资活动现金流入小计	6,278.68	132,805.51	2,015.18	116,617.06
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	221,865.60	159,922.26	-27.92	22,345.24
投资支付的现金	7,129.50	9,487.52	33.07	612.93
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	159,150.04		112,910.00
投资活动现金流出小计	228,995.10	328,559.82	43.48	135,868.17
投资活动产生的现金流量净额	-222,716.42	-195,754.31	-12.11	-19,251.11
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金				
发行债券所收到的现金	128,922.00	0.00	-100.00	0.00
取得借款收到的现金	1,048,218.12	870,012.76	-17.00	278,705.83
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	2,770.75		0.00
筹资活动现金流入小计	1,177,140.12	872,783.51	-25.86	278,705.83
偿还债务支付的现金	948,834.09	1,010,005.84	6.45	123,858.70
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	25,364.87	42,337.22	66.91	11,401.68
支付其他与筹资活动有关的现金	3,060.82	9,290.00	203.51	0.00
筹资活动现金流出小计	977,259.78	1,061,633.06	8.63	135,260.39
筹资活动产生的现金流量净额	199,880.34	-188,849.55	-194.48	143,445.44
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	91.80	-565.31	-715.81	-799.13
五、现金及现金等价物净增加额	1,045.51	-26,086.17	-2,595.06	784.19
加: 期初现金及现金等价物余额	76,853.17	77,898.69	1.36	51,812.52
六、期末现金及现金等价物余额	77,898.69	51,812.52	-33.49	52,596.71

附件 6 桐昆集团股份有限公司

2013 年~2014 年合并现金流量表补充资料

（单位：人民币万元）

补充资料	2013 年	2014 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	9,892.98	12,977.16	31.18
加：资产减值准备	1,227.23	383.44	-68.76
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	70,488.74	82,935.38	17.66
无形资产摊销	2,235.71	2,272.65	1.65
长期待摊费用摊销			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	118.29	1,404.92	1,087.66
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）	1.48	0.00	-100.00
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）	347.47	-414.99	-219.43
财务费用（收益以“－”号填列）	14,352.05	26,720.58	86.18
投资损失（收益以“－”号填列）	-790.16	-2,164.44	173.93
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	26.36	-584.54	-2,317.22
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）	39.23	-39.23	-200.00
存货的减少（增加以“－”号填列）	-26,233.92	-5,298.02	-79.80
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-48,743.81	204,520.55	-519.58
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	828.13	36,369.56	4,291.78
其他			
经营活动产生的现金流量净额	23,789.79	359,083.01	1,409.40
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3. 现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	77,898.69	51,812.52	-33.49
减：现金的期初余额	76,853.17	77,898.69	1.36
加：现金等价物的期末余额			
减：现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	1,045.51	-26,086.17	-2,595.06

附件 7 桐昆集团股份有限公司

主要财务指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
经营效率			
应收账款周转次数(次)	193.22	131.30	28.65
存货周转次数（次）	11.15	12.55	2.08
总资产周转次数（次）	1.55	1.72	0.34
现金收入比率（%）	112.09	123.97	117.11
盈利能力			
总资本收益率（%）	2.60	3.02	0.85
总资产报酬率（%）	2.40	2.91	0.89
净资产收益率（%）	1.40	1.86	1.49
主营业务毛利率（%）	3.75	4.24	--
营业利润率（%）	3.68	4.17	6.86
费用收入比（%）	3.54	3.86	5.12
财务构成			
资产负债率（%）	54.19	49.97	51.74
全部债务资本化比率（%）	45.12	40.06	44.69
长期债务资本化比率（%）	16.51	17.02	16.82
偿债能力			
EBITDA 利息倍数（倍）	5.12	5.37	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.28	--
经营现金债务保护倍数（倍）	0.04	0.78	-0.22
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	-0.34	0.36	-0.25
流动比率（倍）	0.93	0.81	0.86
速动比率（倍）	0.64	0.47	0.44
现金短期债务比（倍）	0.76	0.33	0.28
经营现金流动负债比率（%）	3.43	66.26	-20.32
经营现金利息偿还能力（倍）	1.14	15.11	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	-9.53	6.87	--

附件 8 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
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 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 9 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。