

# 跟踪评级公告

联合[2016]553 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：

二零一六年六月六日

---

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

## 公司债券 2016 年跟踪评级报告

### 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：稳定

债项简称：12 桐昆债

债券规模：13 亿元

债券期限：不超过 5 年（含）

### 债项信用等级

跟踪评级结果：AA

上次评级结果：AA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 6 日

上次评级时间：2015 年 6 月 11 日

### 主要财务数据：

| 项目               | 2014 年 | 2015 年 | 16 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|----------|
| 资产总额（亿元）         | 137.57 | 151.05 | 161.86   |
| 所有者权益（亿元）        | 68.83  | 69.81  | 71.38    |
| 长期债务（亿元）         | 14.12  | 13.85  | 13.86    |
| 全部债务（亿元）         | 45.99  | 61.47  | 74.52    |
| 营业收入（亿元）         | 250.95 | 217.54 | 48.61    |
| 净利润（亿元）          | 1.30   | 1.20   | 1.57     |
| EBITDA（亿元）       | 12.76  | 12.44  | --       |
| 经营性净现金流（亿元）      | 35.91  | 15.65  | -6.97    |
| 营业利润率（%）         | 4.17   | 5.22   | 8.85     |
| 净资产收益率（%）        | 1.86   | 1.73   | --       |
| 资产负债率（%）         | 49.97  | 53.79  | 55.90    |
| 全部债务资本化比率（%）     | 40.06  | 46.82  | 51.08    |
| 流动比率（倍）          | 0.81   | 0.78   | 0.82     |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.28   | 0.20   | --       |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 5.37   | 7.77   | --       |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 0.98   | 0.96   | --       |

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”）的跟踪评级反映了其作为国内涤纶生产龙头企业，在 2015 年化纤行业整体处于调整期的情况下，不断完善产业链；公司产能、产量均有所增长，产销基本平衡，主要产品毛利率有所提高。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，受上游石油价格下跌影响产品价格不断下行，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对公司信用水平带来的不利影响。

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，虽然 2015 年收入规模有所下降，但随着未来公司产业链不断完善，成本控制力有望加强。

公司非公开发行事项已得到证监会核准，公司正在积极推进发行事宜，若非公开发行成功将对增强公司资本实力，改善负债结构起到积极作用，但最终能否顺利实施尚存在不确定性。

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

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

3. 2015 年，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，主要产品毛利率有所提高。

4. 非公开发行事项已得到证监会核准，公司正在积极推进发行事宜，若非公开发行成功将对增强公司资本实力，改善负债结构起到积极作用，但最终能否顺利实施尚存在不确定性。

#### 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，行业利润率较低。

2. 2015 年，公司继续扩充产能，在建项目投资金额较大，未来仍面临较大的资本支出压力。

3. 2015 年，由于产品价格下行，公司收入规模有所下降，且公司费用水平有所提高，对利润侵蚀较大，公司净利润对补贴收入的依赖较大。

#### 分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@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）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象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，未因评级对象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评级对象相关资料主要由评级对象提供，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评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

  
  
联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

桐昆集团股份有限公司（以下简称“公司”或“桐昆股份”）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 2015 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 2015 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，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 14 个控股子公司，拥有在职员工 14,718 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 151.05 亿元，负债合计 81.25 亿元，所有者权益合计 69.81 亿元，其中归属母公司所有者权益 69.45 亿元。2015 年公司实现营业收入 217.54 亿元，净利润 1.20 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额 15.65 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.47 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 161.86 亿元，负债合计 90.48 亿元，所有者权益合计 71.38 亿元，其中归属母公司所有者权益 71.02 亿元。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 48.61 亿元，净利润 1.57 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.56 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -6.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.07 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，附第三年末发行人上调利率选择权和投资者债券回售权。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.SH”。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。

公司于 2015 年 12 月 18 日发布了《桐昆集团股份有限公司关于“12 桐昆债”公司债券票面利率不调整的公告》在本次债券存续期的第 3 年末，公司决定不上调本次债券票面利率。同时，2015 年 12 月 24 日、2015 年 12 月 25 日、2015 年 12 月 28 日为本次债券回售申报日，回售实施完毕后，根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对“12 桐昆债”公司债券回售申报的统计，本次回售申报有效数量为 0 手，回售金额为 0 元，债券余额仍为 13.00 亿元。公司于 2016 年 1 月 21 日支付完毕 2015 年 1 月 21 日至 2016 年 1 月 20 日期间的债券利息。

### 三、行业分析

跟踪期内，公司依然主要从事各类民用涤纶长丝的生产、销售，以及涤纶长丝主要原料之一的 PTA（精对苯二甲酸）的生产。

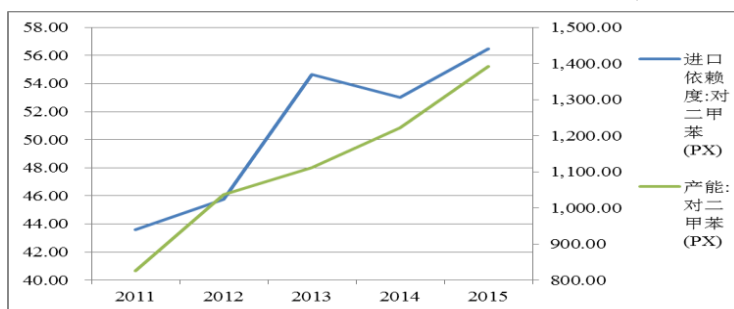
#### 1. 行业概况

2015 年，PTA 行业产能释放速度有所放缓，上半年受行业内一家具有较大 PTA 产能企业的退出，以及另一家企业发生安全事故影响，PTA 产品严重供过于求的状况得到一定的缓解。但由于受总体产能严重供过于求的不利影响，PTA 行业的盈利能力仍不乐观。行业中部分制造成本较低、管理具有优势的企业，将能在行业中维持一定的盈利能力，部分单线产能较小，制造成本较高的企业，在市场竞争中的弱势地位很难改变，将面临逐渐淘汰的命运。

2015 年，涤纶长丝行业结构性、区域性、阶段性过剩的特征仍然有所显现。行业从 2011 年四季度以来一直处于下行阶段，受此影响，2015 年行业中部分有一定规模的企业开始陆续退出市场，新增产能释放速度也有所放缓。2015 年上半年，涤纶长丝行业实现了较好的经济效益，但进入 2015 年三季度以后，受国际油价短期内剧烈下降、8 月份人民币突然贬值的影响，经营业绩有所下滑。

从上游原料来看，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。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。截至 2015 年三季度，我国对 PX 的总生产能力约在 1,392 万吨左右，受环保因素制约和公共舆论影响，近年来国内石化路线的 PX 产能增速较为缓慢，2015 年国内 PX 新增产能只有 160 万吨装置投产，但由于 4 月初腾龙芳烃(漳州)有限公司 160 万吨装置因爆炸事故处于停车，因此国内 PX 产能增幅有限，PX 行业平均开工率在 64%，全年产量约在 910 万吨左右，而 PX 进口量在 1,150 万吨左右，对外依存度达 55%，较 2014 年的 51%提升 4 个百分点。

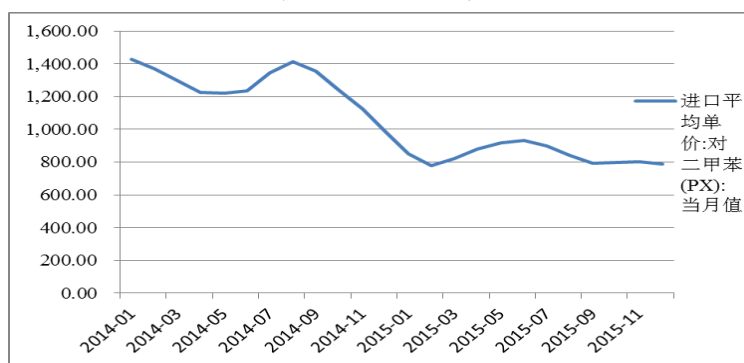
图 1 2011~2015 年 PX 产能及进口依赖度（单位：万吨，%）



资料来源：Wind 资讯

由于国际原油、石脑油等上游原料价格持续下跌带动 PX 生产成本下降，PX 进口单价逐步回落。海关数据显示，2015 年 12 月，我国 PX 进口平均单价 788.5 美元/吨，环比下降 1.60%，与去年同期相比下降 20.10%。

图2 近两年PX价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

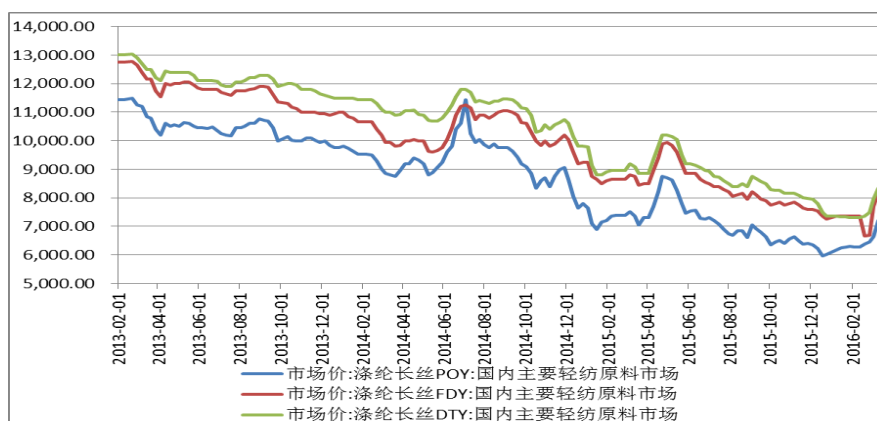
总体看，国内PX产能严重不足，对进口PX的依赖程度较大，近年来PX价格持续下行。

据国家统计局公布的数据显示，2015年11月，我国化学纤维产量为446万吨，同比增长12.0%。全年化纤产量累计为4,872万吨，同比增长12.5%，增幅较2014年同期提高6.0个百分点。2015年化纤产量保持较快增速，化纤行业利润增幅较上年扩大；预计上游原材料价格跌至低位，化纤产品成本下行，化纤产量将保持较快增长，行业利润有望保持增长。

2015年以来，我国涤纶行业逐步去产能，有三家企业破产清算，涉及90万吨产能，占总产能的3%。截至2015年底，国内民用涤纶丝总产能约3,251万吨，同比增长约4%。行业产能小幅增加，开工率基本保持平稳。预计2016年国内新增产能增速将基本持平，行业部分小企业可能关停，集中度有望继续提高。

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POY<sup>1</sup>、DTY<sup>2</sup>、FDY<sup>3</sup>产品价格进入下行区间。2015年，主要涤纶产品POY、DTY、FDY产品价格上半年出现小幅波动，下半年随着石油价格的大跌，主要涤纶产品价格一路下跌，截至2015年底，FDY平均价格为7,250元/吨，POY平均价格为6,020元/吨，DTY平均价格为7,350元/吨，价格降幅较大。

图3 2013~2016年1季度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，2015年我国纺织服装行业延续前两年增速放缓趋势，出口、内销

<sup>1</sup> POY，涤纶预取向丝，全称 PRE-ORIENTED YARN 或者 PARTIALLY ORIENTED YARN

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

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

需求不旺。根据国家统计局公布的 2015 年纺织行业运行情况，2015 年，全国规模以上纺织企业工业增加值同比增长 6.3%，增速比上年同期回落 0.7 个百分点。其中纺织业，服装服饰行业，化学纤维行业增加值同比分别增长 7.0%、4.4%和 11.2%。2015 年纺织行业规模以上企业累计实现主营业务收入 70,713 亿元，同比增长 5.0%；实现利润总额 3,860 亿元，同比增长 5.4%；企业亏损面 11.4%，比上年低 0.1 个百分点，亏损企业亏损总额同比下降 4.6%。2015 年，我国出口纺织品服装 2,911 亿美元，同比下降 4.8%。2015 年，我国限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售额为 13,484 亿元，同比增长 9.8%。

总体来看，聚酯长丝行业结构性、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。

## 2. 行业关注

### 受经济周期影响大

化纤行业介于石化工业和纺织工业之间，石化工业和纺织工业特点均较为鲜明，属典型的周期性行业和出口导向型行业。上下游产业链的不稳定加剧了化纤行业的经营风险，经济波动对行业内企业的生产经营影响较大。

### 自主创新能力亟待提高

由于市场对化纤数量增长的要求大于对产品品质的要求，化纤企业长期缺乏产品开发的动力。大部分企业只注重扩张常规化纤产能，产品研发投入严重不足，科研人才匮乏，化纤企业提升自主创新能力不足。中国虽然在高强高模聚乙烯、芳纶纶、聚苯硫醚等高技术纤维的研发和产业化方面取得了初步成果，但在核心技术的掌握、产业化规模以及产品应用开发上远远落后于发达国家。大量低水平重复建设的项目进入，加剧了市场的无序竞争。目前，行业内聚酯及涤纶、氨纶等子行业出现的新增产能中常规化、同质化产品过剩问题突出。另外，由于行业规模效应低，也降低了企业的议价能力。

### 汇率调整可能对行业产生不利影响

由于国内化纤及纺织工业对外依存度大，产业集中程度不高，产品议价能力有限，人民币的升值将削弱其产品的国际竞争优势；同时也可能造成较大汇兑损失。化纤和纺织行业抵御汇率风险的能力较弱，汇率的调整对行业形成了巨大挑战。

### 重资产行业转型艰难

聚酯化纤作为资金密集型的重资产行业，土地等无形资产，厂房、专用设备等固定资产占项目投资的比重较大，项目建成之后，作为受上游原料特别是国际原油价格波动影响较大的周期性产业，在行业趋势下行时，转型到其他行业或退出化纤产业，先期投入的沉没成本较大。

## 3. 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、产业应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、管理分析

跟踪期内，公司有董事高煜先生和监事孙涛先生因个人原因辞任，公司召开股东大会按照正常流程重新选举周军先生为公司董事，俞林忠先生为公司监事。其他董事、监事、高级管理人员未发生变动。公司董事、监事、高级管理人员变动未对公司经营产生重大影响。

周军先生近五年一直担任桐昆集团股份有限公司董事会秘书一职，现任桐昆集团股份有限公司董事会秘书、副总裁。2015年5月开始兼任公司董事。俞林忠先生2013年之前任本公司恒丰厂区总经理，2013年开始任本公司控股股东浙江桐昆控股集团有限公司之控股子公司桐乡市佑昌包装材料有限公司总经理。2015年5月份开始任本公司监事。

总体看，跟踪期内，公司董事、监事、高级管理人员变动较小，对公司经营未产生重大影响。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

2015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，同时受国际原油价格大幅下降及人民币贬值的不利影响，公司主要产品价格下降导致收入下降，2015年实现营业收入为217.54亿元，同比下降13.31%，其中主营业务收入197.12亿元，占比90.61%，主营业务突出。2015年公司实现净利润1.20亿元，同比下降7.58%，其中归属于母公司所有者的净利润1.15亿元，同比增长3.00%。

表1 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  | 2014年        |        |      | 2015年        |        |       |
|-----|--------------|--------|------|--------------|--------|-------|
|     | 主营业务收入       | 占比     | 毛利率  | 主营业务收入       | 占比     | 毛利率   |
| POY | 1,481,610.92 | 62.75  | 4.75 | 1,207,027.42 | 61.23  | 5.43  |
| DTY | 318,798.36   | 13.50  | 5.13 | 296,266.80   | 15.03  | 5.37  |
| FDY | 497,968.64   | 21.09  | 3.31 | 416,550.52   | 21.13  | 4.41  |
| 复合丝 | 39,456.88    | 1.67   | 8.95 | 33,924.28    | 1.72   | 13.84 |
| 平牵丝 | 8,440.87     | 0.36   | 5.39 | 3,203.12     | 0.16   | 9.54  |
| 切片  | 3664.09      | 0.00   | 1.06 | 169.70       | 0.01   | 1.08  |
| PTA | 3,090.74     | 0.13   | 0.16 | 7,286.42     | 0.37   | 9.10  |
| 其他  | 8121.61      | 0.50   | 5.67 | 6,739.32     | 0.34   | 9.24  |
| 合计  | 2,361,152.11 | 100.00 | 4.56 | 1,971,167.58 | 100.00 | 5.38  |

资料来源：公司提供

从收入构成上看，公司主要产品构成未发生变化，各主要产品收入占比基本保持稳定，2015年POY、DTY和FDY为公司的主导产品，三大产品为公司贡献收入占主营业务收入比重分别为61.23%、15.03%和21.13%。收入金额看，三大产品收入均有不同程度下降，2015年分别为120.70亿元、29.63亿元和41.66亿元，同比分别下降18.53%、7.07%和16.35%。其他产品收入占比较小

对公司整体收入影响不大。

从毛利率来看，2015 年公司主要原材料价格下行，借助公司主导产品的优势地位，主要产品价格调整幅度小于原材料价格降幅，公司主导产品 POY、DTY 和 FDY 等产品 2015 年的毛利率均有小幅上升，其中 POY 由 2014 年的 4.75% 上升至 2015 年的 5.43%，DTY 由 2014 年的 5.13% 上升至 5.37%；FDY 由 2014 年的 3.31% 上升至 4.41%。综合作用下，公司主营业务毛利率上涨至 5.38%，仍处于微利状态。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 48.61 亿元，同比增长 0.58%；实现营业利润 1.91 亿元，同比增长 68.98%，主要系公司加强成本和费用管理，营业成本和管理费用降低所致；净利润 1.57 亿元，同比增长 52.94%；归属于母公司所有者的净利润 1.56 亿元，同比增长 53.40%。

总体看，2015 年，在化纤市场整体低迷的情况下，公司营业收入有所下滑，但公司综合毛利率水平有所提高。

## 2. 原材料采购

公司经营积极把握原辅料采购的时点和节点，最大限度地降低采购成本。2015 年，由于公司产量提高，主要原材料的采购量与 2014 年相比呈上升趋势（见下表）。其中，公司自有 PTA 产量不能完全满足公司生产的日常用量，公司对外采购 PTA 数量 85.92 万吨，同比增长 11.05%，PX 和 MEG 采购量均有 6%~7% 的增长。

从采购价格来看，2015 年公司主要原材料采购价格均有不同程度下降，其中，PTA 采购均价下降 29.60% 至 3,930.00 元/吨，MEG 采购均价下降 13.08% 至 5,184.00 元/吨，PX 采购均价下降 31.37% 至 5,281.00 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有限公司（以下简称“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，公司产业链一体化的竞争优势逐步显现。

表 2 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      | 2014 年       | 2015 年       | 变动率     |
|-------|---------|--------------|--------------|---------|
| PTA   | 总采购量（吨） | 773,713.00   | 859,177.75   | 11.05%  |
|       | 单价（元/吨） | 5,582.00     | 3,930.00     | -29.60% |
| MEG   | 总采购量（吨） | 940,502.00   | 1,004,946.85 | 6.85%   |
|       | 单价（元/吨） | 5,964.00     | 5,184.00     | -13.08% |
| PX    | 总采购量（吨） | 1,067,246.00 | 1,133,798.86 | 6.24%   |
|       | 单价（元/吨） | 7,695.00     | 5,281.00     | -31.37% |

资料来源：公司提供

注：PTA 为外购产量，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，2015 年，公司向 5 大供应商采购的商品总金额为 87.67 亿元，占公司总采购金额的比例为 51.58%，供应商比较集中。

总体看，2015 年公司原材料的采购量增长，原材料采购价格下降，采购集中度偏高，随着公司产业链一体化不断完善，公司成本控制能力有望增强。

## 3. 生产经营

2015 年，公司新建及技改项目在年中陆续投产，2015 年公司 FDY 和 DTY 产能均有所增加。截至 2015 年底，公司 FDY、DTY 和 POY 产能分别为 60 万吨、38 万吨和 200 万吨。由于行业中

部分企业陆续退出市场，2015 年公司主导产品 FDY、DTY 和 POY 产量均有不同程度增长。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（见下表），三大主导产品产能利用率均达到 100%左右，产能利用率较高。

表 3 近两年公司主要产品生产情况（单位：万吨，%）

| 产品  | 项目    | 2014 年 | 2015 年 | 变动           |
|-----|-------|--------|--------|--------------|
| FDY | 产能    | 60     | 60     | 0.00%        |
|     | 产量    | 58.58  | 61.82  | 5.53%        |
|     | 产能利用率 | 97.64  | 103.03 | 增加 5.52 个百分点 |
| DTY | 产能    | 32     | 38     | 18.75%       |
|     | 产量    | 31.25  | 38.31  | 22.59%       |
|     | 产能利用率 | 97.66  | 100.82 | 增加 3.24 个百分点 |
| POY | 产能    | 190    | 200    | 5.26%        |
|     | 产量    | 188.06 | 197.96 | 5.26%        |
|     | 产能利用率 | 98.98  | 98.98  | 增加 0.00 个百分点 |

资料来源：公司提供

总体看，2015 年，公司主导产品产能和产量均有所增加，产能利用率较高。

2015 年，受益于原燃料价格下降，以及公司产业链不断完善，成本控制力增强，在产量增长的前提下，公司主营业务成本下降 17.41%至 186.51 亿元。从成本构成来看，原料成本占比 80%以上，为成本的主要构成元素。2015 年，公司直接人工成本虽然有 12.89%的增长，但其占比较小对公司整体成本影响较小。

表 4 近两年公司主营业务成本构成（单位：万元，%）

| 成本构成项目 | 2014 年       |         | 2015 年       |         | 变动率    |
|--------|--------------|---------|--------------|---------|--------|
|        | 金额           | 占比      | 金额           | 占比      |        |
| 原料     | 1,949,463.89 | 86.33%  | 1,557,175.40 | 83.49%  | -20.12 |
| 燃料动力   | 95,339.11    | 4.22%   | 91,169.95    | 4.89%   | -4.37  |
| 直接人工   | 36,237.56    | 1.60%   | 40,908.24    | 2.19%   | 12.89  |
| 其他     | 177,220.11   | 7.85%   | 175,833.95   | 9.43%   | -0.78  |
| 合计     | 2,258,260.68 | 100.00% | 1,865,087.54 | 100.00% | -17.41 |

资料来源：公司年报

总体看，尽管化纤行业处于调整期，但公司的产能、产量均有所提高，产能利用率保持较高水平，生产成本有所下降，整体生产运行情况稳定。

#### 4. 产品销售

尽管 2015 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，公司销量均有不同程度增长，公司基本保持了产销平衡（见下表）。

具体来看，2015 年公司实现 FDY 销售 61.03 万吨，同比增长 3.14%；实现 DTY 销售 38.31 万吨，同比增长 22.09%；实现 POY 销售 194.74 万吨，同比增长 4.93%。公司主要产品产销率略有下降，但基本保持在 99%上下，公司产品产销基本平衡，产销率保持在较高水平。

表 5 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      | 2014 年 | 2015 年 | 变动率（%）       |
|-----|---------|--------|--------|--------------|
| FDY | 产量（万吨）  | 58.58  | 61.82  | 5.53         |
|     | 销量（万吨）  | 59.17  | 61.03  | 3.14         |
|     | 产销率（%）  | 101.00 | 98.72  | 减少 2.28 个百分点 |
|     | 价格（元/吨） | 8,488  | 6825   | -19.59       |
| DTY | 产量（万吨）  | 31.25  | 38.31  | 22.59        |
|     | 销量（万吨）  | 31.1   | 37.97  | 22.09        |
|     | 产销率（%）  | 99.52  | 99.11  | 减少 0.41 个百分点 |
|     | 价格（元/吨） | 9,386  | 7,804  | -16.85       |
| POY | 产量（万吨）  | 188.06 | 197.96 | 5.26         |
|     | 销量（万吨）  | 185.59 | 194.74 | 4.93         |
|     | 产销率（%）  | 98.69  | 98.37  | 减少 0.32 个百分点 |
|     | 价格（元/吨） | 7,983  | 6198   | -22.36       |

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，2015 年公司 FDY、DTY 和 POY 的售价相应下降，分别较 2014 年下降了 19.59%、16.85% 和 22.36%。

销售客户方面，公司仍以“内销为主，出口为辅”，2015 年公司实现内销收入占比为 93.69%，较上年降低了 1.60 个百分点；2015 年公司出口业务良好，外销收入占比 6.31%，销售额同比增长 11.76%。

表 6 公司 2015 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 | 1,846,846.25 | 93.69  | -17.91 |
| 国外 | 124,321.34   | 6.31   | 11.76  |
| 合计 | 1,971,167.58 | 100.00 | -16.52 |

资料来源：公司年报

2015 年，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 18.19 亿元，占公司全部营业收入的比例为 8.36%，客户集中度较 2014 年有所提高，集中度不高。

表 7 公司 2015 年前 5 大销售客户情况（单位：万元，%）

| 客户名称                 | 销售金额       | 占营业收入比重 |
|----------------------|------------|---------|
| 浙江前程石化股份有限公司         | 60,494.83  | 2.78    |
| 南华期货股份有限公司           | 33,477.78  | 1.54    |
| 苏州盛泽东方市场纺织电子交易中心有限公司 | 32,642.12  | 1.5     |
| 长兴金盛物资贸易有限公司         | 27,885.16  | 1.28    |
| 浙江物产化工集团有限公司         | 27,433.03  | 1.26    |
| 合计                   | 181,932.92 | 8.36    |

资料来源：公司提供

总体看，2015 年公司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，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. 在建项目

截至 2015 年底，公司在建项目主要为公司年产 38 万吨 DTY 差别化纤维项目、嘉兴石化年产 120 万吨 PTA 项目和桐昆集团浙江恒腾差别化纤维有限公司（以下简称“恒腾公司”）年产 40 万吨差别化纤维项目。其中，年产 38 万吨 DTY 差别化纤维项目于 2016 年 4 月底前开车进入试生产，预计在 2016 年底共有 48 台加弹机开车生产。嘉兴石化年产 120 万吨 PTA 项目总投资 28 亿元，该项目贷款 20 亿，其余自筹，目前处于基础设施的建设当中，预计在 2017 年三季度末试生产。恒腾公司年产 40 万吨差别化纤维项目（恒腾二期）已于 2016 年 2 月聚合、长丝投料试车成功，该项目于 4 月底共 16 条线全部开车达产。

表 8 截至 2015 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     |
|------------------------|---------|------------------------------------------------------------|-----------|------------|
| 公司年产 38 万吨 DTY 差别化纤维项目 | 127,000 | 项目于 2016 年 4 月底前进入试生产阶段，预计在 2016 年共有 48 台加弹机开车生产           | 2,858.69  | 2,858.69   |
| 嘉兴石化年产 120 万吨 PTA 项目   | 280,000 | 项目总投资 28 亿元，该项目贷款 20 亿，其余自筹，目前处于基础设施的建设当中，预计在 2017 年年底前试生产 | 17,004.13 | 80,451.96  |
| 恒腾差别化年产 40 万吨差别化纤维项目   | 177,000 | 已于 2016 年 2 月聚合、长丝投料试车成功，该项目于 2016 年 4 月底共 16 条线全部开车。      | 80,783.47 | 94,052.81  |
| 合计                     | 584,000 | --                                                         | 88,399.35 | 177,363.46 |

资料来源：公司年报、公司提供的资料。

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. 重要事项

2015 年 5 月 11 日，公司六届九次董事会审议通过了《关于公司非公开发行股票方案的议案》的议案，拟向包括公司控股股东浙江桐昆控股集团有限公司在内的不超过 10 名特定投资者发行股票，发行数量不超过 20,935.10 万股（含 20,935.10 万股），发行价格为不低于 14.33 元/股，主要用于恒腾公司年产 40 万吨差别化纤维项目、公司年产 38 万吨 DTY 差别化纤维项目及补充流动资金。2015 年 5 月 28 日，公司 2015 年度第一次临时股东大会审议通过了上述事项。后经过数次发行价格和发行数量的调整，2015 年 11 月 17 日，公司六届十三次董事会审议并通过了《2015 年度非公开发行 A 股股票预案（修订稿）》，调整之后公司非公开发行股票数量不超过 26,833.63 万股（含 26,833.63 万股），发行价格为不低于 11.18 元/股。2016 年 1 月 18 日，公司收到中国证券监督管理委员会作出的《关于核准桐昆集团股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2016]101 号）。截至 2016 年 3 月 31 日，本次非公开发行股票正在进行中。

#### 7. 经营关注

##### 资金需求压力大

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；

### 行业不确定因素较多

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。

### 产品价格持续低位运行

公司产品价格不断下行，销量增长在一定程度上弥补了产品价格下降对收入的影响。如果产品价格维持低位或者继续下行，将对公司收入带来较大压力。

### 8. 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，因此具有较强的议价能力，能够将部分经营压力传导至下游企业。2015年，公司以改革创新和提升经济效益为中心，追求技术进步，追求成本控制，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。2016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2016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，公司充分考虑到公司行业地位，坚持稳健的发展基调，未来发展可期。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司2015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2015年合并范围有所变化，新设桐乡桐昆互联网金融服务有限公司纳入合并范围，减少桐昆纱线贸易工业有限公司，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2015年底，公司合并资产总额151.05亿元，负债合计81.25亿元，所有者权益合计69.81亿元，其中归属母公司所有者权益69.45亿元。2015年公司实现营业收入217.54亿元，净利润1.20亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.15亿元；经营活动产生的现金流量净额15.65亿元，现金及现金等价物净增加额0.47亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额161.86亿元，负债合计90.48亿元，所有者权益合计71.38亿元，其中归属母公司所有者权益71.02亿元。2015年1~3月，公司实现营业收入48.61亿元，净利润1.57亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.56亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.97亿元，现金及现金等价物净增加额3.07亿元。

### 2. 资产质量

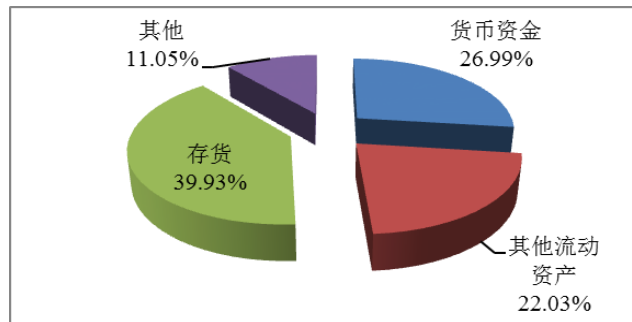
截至2015年底，公司资产总额151.05亿元，较年初增长9.80%，主要系流动资产增长所致。资产中流动资产占34.77%，非流动资产占65.23%，流动资产占比较年初略有上升，公司资产构成仍以非流动资产为主。

#### 流动资产

截至2015年底，公司流动资产合计52.53亿元，较年初增长20.26%；公司流动资产以货币资

金、存货和其他流动资产为主（见下图）。

图 4 截至 2015 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司年报

截至 2015 年底，公司货币资金 14.18 亿元，较年初增长 133.94%，主要系公司借款保证金及利息增加所致。其中，货币资金以银行存款（占比 38.92%）和其他货币资金为主（占比 60.92%）。货币资金中受限的货币资金为借款保证金和远期结售汇保证金（占比 60.15%），公司货币资金较为充裕，但受限资金占比较大。

截至 2015 年底，公司应收票据 1.48 亿元，较年初下降 67.41%，主要系公司本期到期票据托收所致。

截至 2015 年底，公司存货账面价值 20.97 亿元，较年初增长 16.04%，主要系公司主要产品产量增加同时产销率有了下滑导致库存增加。其中，原材料占 48.85%，库存商品占 32.26%（占比提升 5.34 个百分点），在途物资占 10.59%，在产品占 8.30%。由于原材料和产品价格波动加大，截至 2015 年底，公司对存货计提跌价准备 0.05 亿元，未来原材料和产品价格存在下行风险。

截至 2015 年底，公司其他流动资产合计 11.57 亿元，较年初增长 21.68%，主要系本期银行理财产品增加较多所致。

### 非流动资产

2015 年，随着公司项目建设的推进，公司非流动资产小幅增长。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 98.52 亿元，较年初增长 4.93%。公司非流动资产以固定资产（占比 81.96%）和在建工程（占比 12.32%）为主。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值 80.75 亿元，较年初减少 6.20%，固定资产价值变动较小，减少主要系折旧所致。公司固定资产中房屋及建筑物占 19.21%，机器设备占 79.96%，运输工具和其他设备占 0.83%。截至 2015 年底，公司固定资产原值 125.69 亿元，累计计提折旧 44.94 亿元、计提固定资产减值准备 32 万元，固定资产成新率 66.90%，成新率尚可。截至 2015 年底，公司将账面价值 2.22 亿元的固定资产用于担保借款。

截至 2015 年底，公司投资性房地产为 0.13 亿元，较年初大幅增长 300.20%，主要系本期子公司桐乡市恒源化工有限公司将自有房屋用于出租，投资性房地产增加所致。

截至 2015 年底，公司在建工程金额为 12.14 亿元，较年初大幅增长 360.69%，主要系主要系本期子公司桐昆集团浙江恒腾差别化纤维有限公司二期建设投资所致。

截至 2015 年底，公司无形资产账面价值 4.51 亿元，较年初减少 0.03%，公司无形资产主要由土地使用权（占比 83.21%）和 PTA 技术许可（占比 15.46%）构成。截至 2015 年底，公司无形资产累计摊销 0.95 亿元，公司无形资产未发生减值情形。截至 2015 年底，公司将账面原值 0.66 亿元的无形资产用于抵押担保借款。

截至 2015 年底，公司共有 11.41 亿元的资产用于抵押，所有权或使用权受到限制，占总资产 7.55%。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 161.86 亿元，较年初增长 7.15%，主要系流动资产中存货和货币资金增长所致。流动资产占比 38.65%，占比较年初增加 3.88 个百分点，公司仍以非流动资产为主，各项资产占比变动较小。

总体看，公司资产规模有所增长；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上升，但公司受限资金规模较大，存在存货跌价风险。

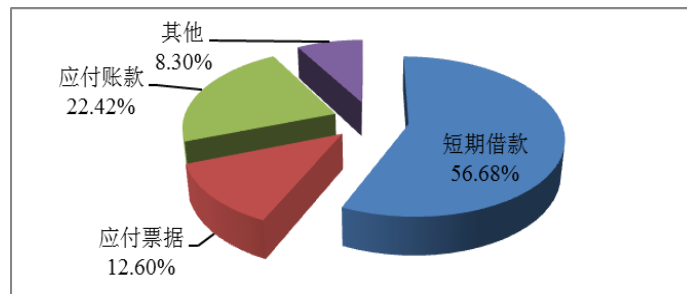
### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

截至 2015 年底，公司负债合计 81.25 亿元，较年初增长 18.19%，主要系流动资产增长所致。从负债结构上看，公司流动负债占总负债的比例为 82.44%，占比有所上升。

截至 2015 年底，公司流动负债以短期借款、应付票据和应付账款为主（见下图）。

图 5 2015 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司年报

截至 2015 年底，公司短期借款 37.97 亿元，较年初增长 34.26%，主要系公司本期主要系本期公司美元借款增加所致。

截至 2015 年底，公司应付账款合计 15.02 亿元，较年初减少 22.74%，主要系公司及时支付采购款项导致应付货款减少。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 1.21 亿元，较年初大幅增长 1,114.16%，主要系即将到期的长期借款增加所致。

截至 2015 年底，公司新增 1.99 亿元短期融资券，导致其他流动负债为 1.99 亿元。

非流动负债方面，截至 2015 年底，公司非流动负债 14.27 亿元，较年初下降 1.96%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要为应付债券（占比 90.79%）和长期借款（占比 6.31%）。

公司应付债券为“12 桐昆债”，截至 2015 年底公司应付债券余额为 12.95 亿元，较年初增长 0.17%。

截至 2015 年底，公司长期借款为 0.90 亿元，较年初减少 24.16%，主要系公司部分长期借款即将到期，转入一年内到期的非流动负债核算所致，截至 2015 年底公司长期借款全部为保证借款，到期日集中于 2020 年，由于公司长期借款额度较小，集中偿付压力不大。

截至 2015 年底，公司全部债务为 61.47 亿元，较年初增长 33.65%，其中短期债务和长期债务占比分别为 77.47%和 22.53%，短期债务较年初增加 49.38%，长期债务有所减少，短期债务占比处于较高水平，债务结构有待提高。从债务指标看，截至 2015 年底，全部债务资本化比率和资产负债率分别为 46.82%和 53.79%，分别较年初增长 6.76 个百分点和 3.82 个百分点，由于公司长期

借款减少，长期债务资本化比率较年初下降 0.46 个百分点，为 16.56%。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 90.48 亿元，较年初增长 11.36%，主要系短期借款和应付票据增加所致，流动负债占比 84.20%，较年初增长 1.76 个百分点。整体负债结构较年初变动较小。

总体看，公司负债规模有所上升，流动负债占比较大，债务结构有待改善，整体负债水平尚属合理。

#### 所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 69.81 亿元，较年初增长 1.42%，其中归属于母公司所有者权益为 69.45 亿元（占比 99.50%）。归属于母公司所有者权益中以实收资本（占比 13.80%）、资本公积（占比 40.50%）和未分配利润（占比 40.78%）为主，各项占比与年初相比基本持平。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 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 71.38 亿元，较年初增长 2.26%，其中归属于母公司所有者权益 71.02 亿元，较年初增长 2.25%，主要系未分配利润增加所致。各项权益保持稳定，占比较年初变动较小。

总体看，公司所有者权益有所增长，归属于母公司所有者权益占比较高，但所有者权益稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

2015 年，受国际油价短期内剧烈下降以及人民币对美元贬值的影响，经营业绩有所下滑，全年实现营业收入 217.54 亿元，同比下降 13.31%；营业成本为 206.05 亿元，同比下降 14.26%；得益于成本控制增强，经营性项目盈利水平有所提高，2015 年公司营业利润率为 5.22%，同比提高 1.05 个百分点；2015 年公司实现营业利润 0.53 亿元，同比下降 47.68%，主要系公司费用增加和投资亏损所致。

从期间费用看，2015 年，公司费用总额为 10.39 亿元，同比增长 7.37%，其中，销售费用 0.74 亿元，同比增长 20.79%，主要系公司出口货物报关费、运保费增加所致；管理费用 6.68 亿元，同比增长 8.45%，主要系公司职工薪酬和研发费用增加所致；财务费用为 2.97 亿元，同比增长 2.23%。公司费用收入比由 2014 年的 3.86% 增长至 4.78%，费用对营业利润侵蚀较大。

2015 年，公司投资收益为 -0.46 亿元，较上年大幅减少 0.68 亿元，主要系公司 PTA 期货交易造成的损失，投资减少导致 2015 年公司营业利润大幅下滑，投资收益对公司营业利润影响较大。

2015 年，公司取得营业外收支合计 0.98 亿元，同比增长 14.37%，其中营业外收入主要为收到的水利建设专项资金及土地使用税返还等政府补贴 1.71 亿元，营业外支出主要为资产处置损失 0.72 亿元。2015 年，公司实现利润总额 1.51 亿元，同比下降 19.80%；实现净利润 1.20 亿元，同比下降 7.58%。公司营业外收支对公司利润总额贡献较大（占比 65.15%）。

从盈利指标看，2015 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 2.28%、2.16% 和 1.73%，同比分别下降 0.74 个百分点、0.75 个百分点和 0.13 个百分点，公司盈利能力有所下降。

与从 wind 资讯提取的国内同行业上市公司 2015 年相关盈利指标比较来看（见下表），公司盈利能力总体处于较低水平。

表 9 主要同行业上市公司 2015 年盈利能力比较（单位：%）

| 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 |
|------|--------|--------|-------|---------|
| 春晖股份 | 6.74   | 4.66   | 6.74  | 9.13    |
| 荣盛石化 | 4.05   | 2.33   | 7.29  | 5.22    |

|      |      |      |      |      |
|------|------|------|------|------|
| 华西股份 | 3.46 | 3.78 | 8.72 | 4.56 |
| 恒逸石化 | 3.27 | 2.44 | 4.36 | 5.33 |
| 桐昆股份 | 1.67 | 2.12 | 5.28 | 4.78 |

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。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 48.61 亿元，同比增长 0.58%；实现营业利润 1.91 亿元，同比增长 68.98%，主要系公司加强成本和费用管理，营业成本和管理费用降低所致；净利润 1.57 亿元，同比增长 52.94%；归属于母公司所有者的净利润 1.56 亿元，同比增长 53.40%。

总体看，由于国内宏观经济增速整体下滑，公司收入水平有所下降，得益于公司成本控制增强，公司经营性项目盈利能力提高，但 2015 年费用控制水平降低，公司盈利较上年有所下降，且盈利对营业外收入有较大依赖，2016 年 1~3 月，公司收入和盈利均有所提升。

## 5. 现金流

从经营活动看，2015 年由于主要产品价格下降，公司经营活动现金流入 255.39 亿元，同比下降 18.68%，公司经营活动现金流入主要体现为销售商品提供劳务收到的现金（占比 98.60%）；同期经营活动现金流出为 239.74 亿元，同比下降 13.81%，低于现金流入降幅，主要为购买原料及员工工资（占比 97.75%）。2015 年公司经营活动现金流量净流入 15.65 亿元，同比下降 56.42%。从收入实现质量来看，2015 年公司的现金收入比为 115.76%，较上年有所下降，但收入实现质量处于较高水平。

从投资活动来看，公司 2015 年投资活动主要为购买和赎回理财产品以及购建固定资产。2015 年投资活动现金流入 30.94 亿元，同比增加 132.99%，主要系赎回理财产品增加所致；投资活动现金流出 47.95 亿元，同比增加 45.95%，主要系购买理财产品增加所致。公司 2015 年公司投资活动现金流净流出 17.01 亿元，同比减少 13.10%，投资活动继续保持较大规模。

2014~2015 年，公司筹资活动前现金流净额由 16.33 降至 -1.36 亿元，公司有一定外部融资需求。

从筹资活动来看，2015 年公司筹集和偿还借款为其最主要的筹资活动现金流动方式，2015 年筹资活动现金流由 2014 年的净流出转为净流入状态，净流入 2.09 亿元，主要系 2015 年公司借款取得现金较多所致。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金净流出 6.97 亿元，投资活动现金净流出 0.86 亿元，筹资活动现金净流入 10.92 亿元，现金及现金等价物增加额 3.07 亿元。

总体看，2015 年，公司经营活动现金流降低，但收入实现质量属较高水平；公司投资活动现金流入规模较大，公司筹资活动为净流入状态；但未来在建投资项目较多，公司将维持一定外部筹资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 0.78 倍和 0.47 倍，短期偿债能力尚可；现金短期债务比为 0.33 倍，与上年持平，现金对短期债务保护能力一般；经营性现金流同比有所下降，公司经营现金流流动负债比率为 23.37%，较上年降幅较大，经营活动现金流量对短期负债的保护能力一般。

从长期偿债能力指标看，伴随公司利润增长，2015 年公司 EBITDA 为 12.44 亿元，同比下降

2.54%，EBITDA 构成主要为折旧（占比 73.11%）、计入财务费用的利息支出（占比 12.87%）和利润总额（占比 12.14%），EBITDA 体现为利润的占比较小。2015 年公司融资成本下降，EBITDA 利息倍数由 2014 年的 5.37 倍增长至 7.77 倍；EBITDA 全部债务比为 0.20 倍，较上年有所下降；经营现金债务保护倍数由 2014 年的 0.78 倍降至 0.25 倍。公司的长期偿债能力尚可。

截至 2015 年底，公司无对外担保和重大对外诉讼。

截至 2016 年 3 月末，公司已取得银行授信额度共计 166.00 亿元，已实际使用 65.31 亿元，尚余未使用的授信额度 100.69 亿元，公司间接融资渠道畅通。

总体看，2015 年公司所处行业景气度不佳，公司收入和利润有所下降，公司偿债能力有所下降，考虑到公司为上市公司，拥有较好的融资渠道，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 2016 年 5 月 11 日，公司无未结清的不良或关注类信贷信息记录，但 2004 年和 2005 年分别有 1 笔已结清的关注类票据贴现，2004 年和 2011 年共有 3 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 2011 年底前正常结清。整体看，公司过往债务履约情况正常。

### 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 15.82 亿元，为本次债券（13 亿元）的 1.22 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 69.81 亿元，约为债券本金合计（13 亿元）的 5.37 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对本次债券的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 12.44 亿元，为本次债券（13 亿元）的 0.96 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年公司经营活动现金流入量为 255.39 亿元，经营活动现金净流入 15.65 亿元，分别为本次债券（13 亿元）的 19.65 倍和 1.20 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高。

总体看，公司对本次债券保持很强的偿还能力。

### 八、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，行业景气度持续下滑，作为国内涤纶生产龙头企业，公司在 2015 年不断完善产业链，产能、产量均有所增长，产销基本平衡；主要产品毛利率有所提高。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，受上游石油价格下跌影响产品价格不断下行，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，虽然 2015 年收入规模有所下降，净利润对政府补贴有较大依赖，但随着未来公司产业链不断完善，成本控制力有望加强。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“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 主要财务指标

| 项目               | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 137.57 | 151.05 | 161.86     |
| 所有者权益（亿元）        | 68.83  | 69.81  | 71.38      |
| 短期债务（亿元）         | 31.88  | 47.62  | 60.66      |
| 长期债务（亿元）         | 14.12  | 13.85  | 13.86      |
| 全部债务（亿元）         | 45.99  | 61.47  | 74.52      |
| 营业收入（亿元）         | 250.95 | 217.54 | 48.61      |
| 净利润（亿元）          | 1.30   | 1.20   | 1.57       |
| EBITDA（亿元）       | 12.76  | 12.44  | --         |
| 经营性净现金流（亿元）      | 35.91  | 15.65  | -6.97      |
| 应收账款周转次数（次）      | 131.30 | 109.70 | --         |
| 存货周转次数（次）        | 12.55  | 10.54  | --         |
| 总资产周转次数（次）       | 1.72   | 1.51   | --         |
| 现金收入比率（%）        | 123.97 | 115.76 | 110.25     |
| 总资本收益率（%）        | 3.02   | 2.28   | --         |
| 总资产报酬率（%）        | 2.91   | 2.16   | --         |
| 净资产收益率（%）        | 1.86   | 1.73   | --         |
| 营业利润率（%）         | 4.17   | 5.22   | 8.85       |
| 费用收入比（%）         | 3.86   | 4.78   | 5.06       |
| 资产负债率（%）         | 49.97  | 53.79  | 55.90      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 40.06  | 46.82  | 51.08      |
| 长期债务资本化比率（%）     | 17.02  | 16.56  | 16.26      |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 5.37   | 7.77   | --         |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.28   | 0.20   | --         |
| 流动比率（倍）          | 0.81   | 0.78   | 0.82       |
| 速动比率（倍）          | 0.47   | 0.47   | 0.47       |
| 现金短期债务比（倍）       | 0.33   | 0.33   | 0.35       |
| 经营现金流动负债比率（%）    | 66.26  | 23.37  | --         |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 0.98   | 0.96   | --         |

## 附件 2 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>       |                                                                                              |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1] ×100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                              |
| 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%                                                                  |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                              |
| 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%                                                                |
| <b>财务构成指标</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 / (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                                                                           |
| <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                                                                              |
| 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)                                                            |
| <b>本期公司债券偿债能力</b> |                                                                                              |
| 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+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

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 3 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。