

信用等级公告

联合[2012]099 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拟发行的 2012 年（第一期）公司债券进行综合分析和评估，确定：

桐昆集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA

桐昆集团股份有限公司拟发行的 2012 年（第一期）不超过人民币 13 亿元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：万峰伟

分析师：Zhangyi 刘晓佳

二零一二年九月十八日

地址：天津市和平区曲阜道 80 号（300042）

电话：022-58356913

传真：022-58356989

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

桐昆集团股份有限公司

2012年（第一期）公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 13 亿元

债券期限：不超过 5 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2012 年 9 月 18 日

主要财务数据：

项 目	09 年	10 年	11 年	12 年 6 月
资产总额(亿元)	39.31	57.35	108.52	113.05
所有者权益(亿元)	15.80	28.97	68.77	69.20
长期债务(亿元)	2.39	1.59	0.66	0.96
全部债务(亿元)	15.33	17.01	22.86	28.89
营业收入(亿元)	93.22	147.02	201.18	91.06
净利润(亿元)	3.50	12.00	12.43	0.89
EBITDA(亿元)	6.69	17.63	20.15	3.84
经营性净现金流(亿元)	5.79	10.13	6.86	1.26
营业利润率(%)	6.62	11.64	10.44	4.52
净资产收益率(%)	25.04	53.58	25.44	1.29
资产负债率(%)	59.80	49.48	36.63	38.79
全部债务资本化比率(%)	49.24	37.00	24.95	29.46
流动比率	0.76	1.04	1.38	1.18
EBITDA 全部债务比	0.43	1.04	0.88	0.13
EBITDA 利息倍数(倍)	15.76	38.52	31.15	6.12

注：1、2012 年上半年财务报告未经审计，相关指标未年化。
2、2009 年财务数据为 2010 年年报期初追溯调整后数据，2010 年为 2011 年年初数。
3、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。

分析师

张兆新

电话：010-52026885-6012

邮箱：zzxzf318@sohu.com

刘晓佳

电话：010-52026885-6009

邮箱：liuxiaojia860920@126.com

地址：天津市和平区曲阜道 80 号（300042）

Http: // www.lianhecreditrating.com.cn

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”）的评级反映了其作为全球最大的涤纶长丝生产企业，在政策支持、生产设备、原料采购、产品质量、成本管理等方面的优势；同时，联合评级关注到国内化纤行业竞争激烈、原油价格大幅波动给公司经营所带来的不确定性。

目前，中国纺织品市场容量大，发展前景良好。未来公司仍将以涤纶长丝为主业，并积极向产业链上游拓展，随着在建项目产能的进一步释放，公司有望继续保持在涤纶长丝生产领域的优势地位。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 化纤行业是我国国民经济的传统支柱产业和重要的民生产业，也是国际竞争优势明显的基础产业之一，在扩大出口、创造税收、吸纳就业方面发挥着重要作用，受国家政策的大力支持。

2. 公司是全球最大的涤纶长丝生产企业，生产规模较大，经营历史较长，多年来形成了独特的生产经营管理模式，成本管理水平较高，盈利能力强。

3. 公司主要研发和生产设备处于国内领先地位，所生产的产品技术水平高且品质稳定。

4. 公司IPO募投项目“嘉兴石化年产80万吨PTA工程”可以进一步延长和完善公司涤纶长丝产品的产业链，从根本上改善原材料PTA供给状况，提升主营业务产品毛利率和企业的抗风险能力。

关注

1. 化纤行业竞争十分激烈，与宏观经济相关性较大。目前世界经济疲软，出口增速下滑，对化纤行业形成较大冲击，公司2012上半年净利润出现大幅下滑。

2. 公司涤纶长丝产品的主要原材料为石化产品中的PTA、MEG和PET，近年来受国际原油价格和国内PTA期货炒作等因素影响，PTA、MEG价格波动较大，相应增加了公司控制成本的难度。

3. 公司投资项目较多且金额较大，未来面临较大的资本支出压力。

信用评级报告声明

- 除因本次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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用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。
- 本信用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。
- 桐昆集团股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，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。

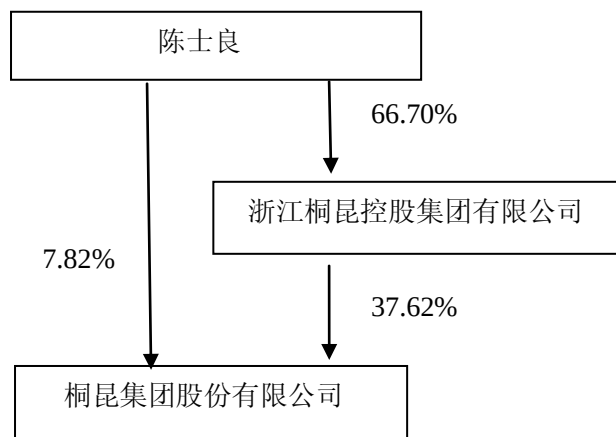
一、主体概况

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，注册资本200万元，经济性质为集体，主营化纤丝，兼营针织、塑料。1993年6月1日桐乡县化学纤维厂更名为桐乡市化学纤维厂，同时注册资本变更为1,309万元。1995年2月20日桐乡市化学纤维厂向桐乡市人民政府提交《关于组建浙江桐昆集团的请示》，要求将桐乡市化学纤维厂整体改组为浙江桐昆化纤集团有限公司，并以其为核心组建浙江桐昆化纤集团有限责任公司。1995年2月28日浙江省桐乡市洲泉工贸实业总公司与基金管理协会签署《浙江桐昆化纤集团有限公司章程》，决定共同出资设立浙江桐昆化纤集团有限责任公司，并于1995年5月3日在桐乡市工商行政管理局登记注册，注册资本5,198万元。1999年4月7日，资产经营公司（原浙江省桐乡市洲泉工贸实业总公司）、基金管理协会、职工持股会、陈士良、陈建荣、沈培兴签订《设立浙江桐昆化纤集团股份有限公司协议书》，共同发起设立股份有限公司。其后经历了多次股东及股权变更。2007年12月1日，公司以未分配利润转增股本，将公司注册资本从10,235万元增加至30,000万元。2008年4月29日，公司原有股东及新增股东以现金增资方式将公司注册资本由30,000万元增至32,000万元。2010年1月15日，公司注册资本增至36,180万元，新增股份4,180万股由境外股东MSFiber Holding Limited认购。本次增资后，公司性质变更为外商投资股份有限公司（外资比例低于25%）。2010年6月21日，股东何伟峰将其持有公司0.35%的股份（计1,250,000股）以4.9元/股的价格转让给桐昆控股。

2011年5月5日，公司公开发行12,000万股普通股股票，股份总额变更为48,180万股，注册资本变更为48,180万元人民币。根据公司第五届董事会第三次会议及2011年第三次临时股东大会审议批准的《关于实施利润分配和资本公积转增股本的议案》，公司以总股本481,800,000为基数，向全体股东按每10股派发现金红利8元（含税），共派发现金红利385,440,000元；同时实施资本公积转增股本，以资本公积金向全体股东每10股转增10股，转增后公司股本总额增至96,360万股，资本公积余额为2,766,567,219.48元。

截至2012年6月末，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，公司控股股东和实际控制人情况如下图所示：

图1 截至2012年6月底公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

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。

截至2011年底，公司合并资产总额1,085,222.69万元，负债合计397,516.95万元，所有者权益

（含少数股东权益）合计687,705.74万元；2011年公司实现营业收入2,011,846.83万元，净利润（含少数股东损益）124,320.14万元；经营活动产生的现金流量净额68,640.76万元，现金及现金等价物净增加额116,905.41万元；公司拥有在职员工11,594人，具备92万吨POY、33万吨FDY和180万吨DTY年生产能力，产量和产能连续10年居行业第一，成为全球最大的涤纶长丝生产商。

截至2012年6月底，公司合并资产总额1,130,505.52万元，负债合计438,551.99万元，所有者权益（含少数股东权益）合计691,953.52万元；2012年1~6月实现营业收入910,561.51万元，净利润（含少数股东损益）8,865.28万元；经营活动产生的现金流量净额12,624.00万元，现金及现金等价物净增加额-63,453.89万元；公司有直属厂区5个，控股企业15家（详见附注2）。

公司办公地址：浙江省桐乡市经济开发区光明路199号；法定代表人：陈士良

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“桐昆集团股份有限公司2012年公司债券”，发行规模为不超过13亿元。本期债券存续期限为不超过5年（含5年），按年付息、到期一次还本，利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

2. 本期债券募集资金用途

经公司2012年第三次临时股东大会审议决定，本期公司债券发行募集的资金，在扣除发行费用后，用于补充营运资金。

三、行业分析

公司主要从事涤纶长丝的生产、销售，按照国民经济行业分类，公司主要业务属于化学纤维行业中的民用涤纶长丝细分行业。

1. 行业概况

化纤行业是我国国民经济的传统支柱产业和工业化进程中重要的民生产业，同时还是国际化程度较高的行业，在繁荣市场、创造税收、满足消费、吸纳就业等方面发挥着重要作用。近三年我国化纤行业的产量和构成情况如下表所示：

表1 2009-2011年我国合成纤维产量（万吨）

产品名称	2009年		2010年		2011年	
	产量	占比(%)	产量	占比(%)	产量	占比(%)
化学纤维	2,726.06	100.00	3,089.70	100.00	3,362.36	100.00
合成纤维	2,494.05	91.49	2,852.42	92.32	3,096.36	92.09
涤纶	2,204.39	80.86	2,513.33	81.35	2,777.64	82.61
短纤	789.17	28.95	843.22	27.29	354.01	10.53
长丝	1,415.22	51.91	1,670.11	54.05	2,423.63	72.08
锦纶	137.27	5.04	161.80	5.24	159.14	5.10
腈纶	68.39	2.51	65.72	2.13	69.96	2.08
维纶	4.78	0.18	5.66	0.18	5.91	0.17

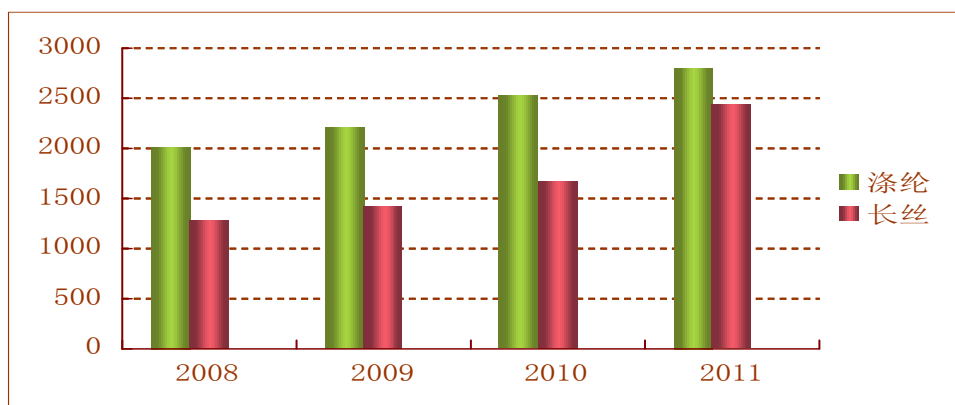
	丙纶	26.38	0.97	33.83	1.09	33.28	0.99
	氨纶	20.31	0.75	27.43	0.89	26.17	0.78

资料来源：根据中国化纤工业协会网站数据整理

涤纶长丝行业是纺织工业的基础性行业，涤纶行业的持续稳定发展可带动整个纺织工业竞争力的提高。但涤纶长丝行业周期性波动较为明显。2008年以来，涤纶长丝业进入了一个高速发展期，经过多年的发展，企业户数快速增长，各项经济指标大幅提高。根据国家统计局数据显示，截至2011年底，涤纶长丝行业规模以上企业数为621家，资产合计2,803亿元，实现主营业务收入4,087.36亿元，利润总额226.78亿元，行业整体从业人数达到23.02万人，实现工业总产值4,135.20亿元。涤纶行业整体发展势头良好，并为我国经济、财政、出口和就业做出了重大贡献。我国化纤产业对国民经济各产业的拉动作用十分突出，目前我国化纤产业已成为全球最为活跃、名符其实的聚酯系列产品大国和使用大国，竞争实力显著提升。

“十一五”期间，得益于金融危机以来我国宽松的货币政策，加之政府加大投入拉动国内消费，涤纶长丝市场进入新一轮高速发展周期。2008年涤纶全年总产量为2,004.57万吨，其中长丝产量1,282.92万吨，较上年同期增长4.95%；2009年涤纶产量达到2,204.39万吨，其中长丝产量1,415.22万吨，较上年同期增长14.88%；2010年涤纶产量2,513.33万吨，其中长丝产量1,670.11万吨，较上年同期增长19.46%。2011年涤纶长丝市场利润率达到历史高点，涤纶年产2,794.90万吨，长丝产量2,423.63万吨，较上年同期增长11.36%。进入“十二五”之后，聚酯行业迎来新一轮投产高峰期，但是，随着大量产能的不断释放，加之国内货币政策持续收紧，2011年聚酯涤纶各产品效益较2010年均出现了不同程度的下滑，但受益于下游织造工厂刚性需求支撑，涤纶长丝市场利润率仍然保持在较高水平。

图2 2008-2011年我国涤纶及长丝产量（万吨）



资料来源：根据中国化纤工业协会网站数据整理

我国涤纶长丝产业通过技术改造和行业整合，显著提高了企业规模和经济效益，增强了竞争力。涤纶长丝企业群逐步向江浙地区集中，产业基础的加强又极大促进了技术进步，以大容量、高起点、低成本国产化聚酯工程与技术以及切片纺、熔体直纺涤纶长丝国产化技术与装备的开发与广泛应用为代表，我国涤纶长丝产业技术全面升级，真正具备国内外两个市场的竞争力。

2. 行业竞争

20世纪70年代以来，欧美日等国家主动放弃了产量高、科技含量低、生产过程中对环境污染严重的化纤产品的生产，而且在生产中普遍采用了高新技术。美国、日本的大型化纤企业，基

本保持着每年成功推出 5 个左右化纤及下游加工应用新品种，由于差别化纤维在细分市场往往拥有相对垄断优势和较高附加值，企业也因此得以实现稳步、高效发展。从世界涤纶长丝的竞争策略来看，正在从“数量扩张型”向“质量效益型”转变。

我国化纤工业自 1957 年起步发展至今，已经形成了大类品种齐全、技术装备基本配套，产能世界第一、质量品种有一定水平的化纤生产开发体系。但是与其他工业发达国家相比，一方面尽管加大了研发、建设力度，截至 2011 年底我国化纤差别化率与发达国家仍存在一定差距，有待提高；另一方面，我国化纤的开发主要集中在有色、大有光和全消光等技术层次较低的品种上，在深度上存在较大的开发空间。因此，差别化产能建设才是行业未来发展趋势，在目前化纤产能过剩的情况下，高附加值产品才有生存空间。

全球的竞争格局造就了我国涤纶长丝行业的主要竞争特征：行业中存在大量的中小型企业、集中度较低、产能较为分散、行业竞争十分激烈，整体产业仍有待进一步升级。同时，受原料、运输、劳动力成本以及下游需求量等因素的影响，国内涤纶长丝企业经营压力较大，竞争激烈。从竞争格局来看，恒逸石化股份有限公司、荣盛石化股份有限公司、中国石化仪征化纤股份有限公司等大型化纤企业拥有较完善的产业链条，在竞争中处于相对优势地位（表 2）。桐昆股份在中国纺织工业协会、中国化学纤维工业协会从 2007-2011 的行业排名中，连续四年被评为中国化学纤维行业竞争力 10 强。未来，国内涤纶长丝企业的竞争将在技术进步、产业升级、产品结构调整、品牌建设、市场拓展等方面展开。

表2 2011年中国涤纶长丝企业竞争力分析

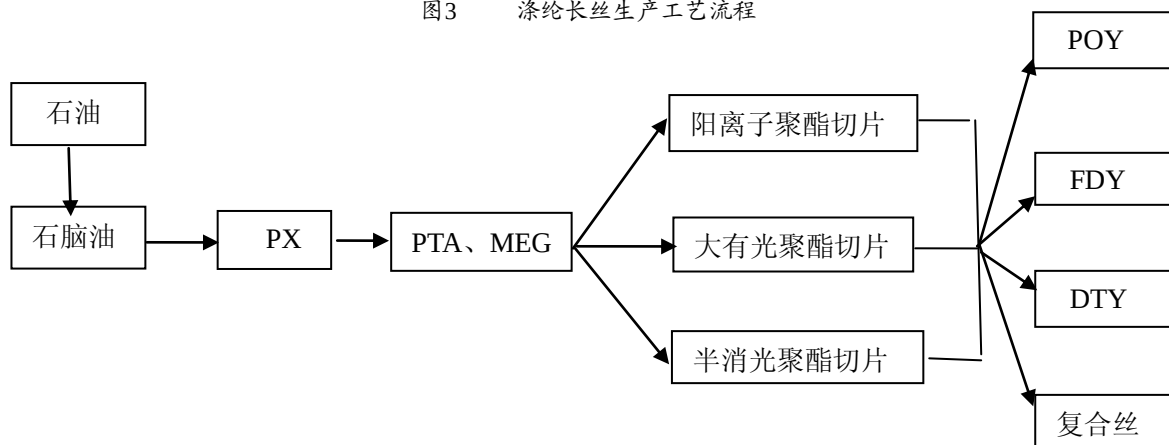
企业名称	营业总收入	营业总成本	利润总额	净利润	竞争优势
恒逸石化	315.13	291.16	29.21	25.12	产业链完整、PTA 产能国内第一
荣盛石化	238.74	218.69	25.97	22.36	产业链完整、国内少数采用罐装运输 PTA 的厂商
仪征化纤	201.80	192.17	10.42	8.39	国有企业、研发能力较强
桐昆股份	201.19	185.74	15.95	12.43	规模较大、客户忠诚度高

资料来源：联合评级收集整理

3. 上游原料

涤纶长丝是以PTA（精对苯二甲酸）或DMT（对苯二甲酸二甲酯）和MEG（乙二醇）为原料经过酯化或酯交换和缩聚反应制得的成纤高聚物PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯），经纺丝和后处理制成的纤维。

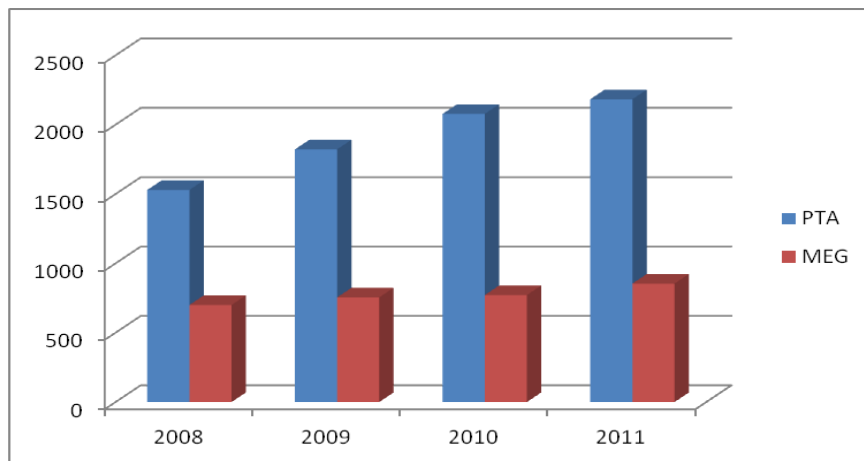
图3 涤纶长丝生产工艺流程



资料来源：联合评级收集整理

涤纶长丝企业的主要生产原材料为PTA，近年来，受下游纺织行业回暖影响，涤纶长丝生产企业产能均在高位运行，对PTA需求量也持续增长。生产涤纶长丝的另外一种原材料MEG，其建设基本依托大型石化项目，近年来的随着涤纶长丝产量的增加，需求量也同样不断上升。

图4 2008-2011年我国聚酯行业对PTA、MEG的消费量（万吨）



资料来源：联合评级收集整理

鉴于石油能源的全球战略地位，上游原材料行业属于国家集中垄断行业，进入门槛较高，涤纶长丝企业向上游议价能力非常弱。原油价格的长期持续波动上涨严重挤压了化纤产业链中各环节的利润。国内PTA的价格在原油价格的带动下，也出现了大幅波动（图5），2008年由于次贷风暴引发全球经济危机，PTA价格在2008年11月下跌至4,350元/吨，之后一路上涨至2011年2月的12,108元/吨，涨幅达178.34%，此后又波动下跌，目前为8,300元/吨左右。

图5 中国2006年12月~2012年9月PTA现货价格（元/吨）



数据来源:Wind资讯

受制于涤纶长丝产业的迅速扩容和上游原材料PX的产量制约，涤纶长丝行业利润空间被极度压缩，目前我国涤纶长丝行业基本进入了成本定价时期。

4. 下游需求

涤纶长丝行业的下游主要为纺织、服装行业，涤纶长丝在面料成本中占80%-90%左右，对下游企业的出口依存度较高，而下游服装和纺织行业对涤纶长丝的价格敏感度也相当高。近年来，纺织、服装行业的产业结构升级不断推动着涤纶长丝行业向发展高新技术以及提高差别化率的方向发展。由于国际金融危机以及大规模的欧债危机，欧美等主要发达国家失业率激增，其居民收入中用于纺织品、服装的支出持续下降，国外需求增长乏力，导致化纤终端需求较为低迷，同时化纤新增产能的投产进一步加剧了市场竞争，导致涤纶、锦纶、粘胶短纤等大部分化纤产品价格持续回落。从世界范围来看，目前对涤纶长丝行情影响最大的关键因素是下游服装、纺织品终端信心的缺乏和需求的疲软。纺织品的复苏形势决定着民用涤纶长丝行业的发展走势，2008-2009年我国服装纺织品出口低迷，伴随着经济的回暖，2010年我国纺织服装出口明显反弹，2011年持续保持出口量上涨趋势。而国内经济的发展和人民收入的提高，对服装、纺织品的消费也需求不断上升，“十一五”期间，我国人均纤维消费量为18公斤/人，根据“十二五”规划，这一数字将达到22公斤/人，消费量的增加为涤纶长丝行业的发展提供了广阔的空间。

5. 行业政策

2012年1月19日，工信部发布《化纤工业“十二五”规划》，该规划明确提出了“十二五”期间，将重点发展新型纺织纤维材料产业，加快发展差别化纤维、高技术纤维和生物质纤维技术及产业化。采用先进适用技术改造提升传统工艺、装备和生产自动化控制水平，扩大产品的差别化比重，实现常规化纤产品的优质化。大力发展涤纶长短纤仿棉技术，高仿真仿棉纤维占涤纶比重达到15%，积极推广纤维纺丝液着色技术，有色纤维比重达到5%-10%，并发展多元化聚酯产品。

2009年2月，国务院发布《纺织工业调整和振兴规划》，振兴规划主要涉及：2009年-2011年期间，要采用先进适用技术提升传统化纤工艺、装备及生产控制水平，实现聚酯、涤纶产品柔性化、多样化、高效生产，提高产品附加值。加快多功能、差别化纤维的研发和纺织产品一条龙的应用开发，化纤差别化率由目前的36%提高到50%左右。

《产业结构调整指导目录（2005年本）》，将“各种差别化、功能化化学纤维、高技术纤维生产”列为鼓励类。

6. 行业关注

（1）易受宏观经济周期不景气影响

我国涤纶长丝行业竞争十分激烈。截至2011年底，我国涤纶长丝行业规模以上企业共621家，且这一数量还在不断上升中，整个行业目前处于产能过剩的状态。该行业与宏观经济周期相关性较高，2008年受金融危机影响，原材料价格急剧下降，下游纺织行业的需求锐减，使涤纶长丝行业的景气度快速下滑；2009年随着经济形势回暖、下游服装纺织业的复苏，涤纶长丝行业的景气度回升；2010年涤纶长丝行业利润高涨，下游需求更是不断走高，使得涤纶长丝企业均在高负荷下生产；2011年四季度开始，由于国际经济形势的影响，下游企业需求不振导致涤纶长丝市场低迷，企业库存量急剧攀升。

（2）上游原材料价格波动影响

涤纶长丝产品的主要原材料为石化产品中的PTA、MEG、PET，受PTA产业影响很大，据数据显示平均相关性大于0.8，而PTA作为石油的下端产品，与原油价格存在联动性，因此涤纶长丝与石油价格有一定的联动性。

2008年金融危机后，由于我国实施了宽松的货币政策，信贷资金激增刺激了纺织业的投资上升，对涤纶的需求异常强劲，并向上游回溯。在石油大幅波动的市况下，PTA的供需呈现不稳定

状态，市场价格也出现大幅波动，成本转移效应显著，石油价格上涨很快会反映到PTA的价格上来，PTA价格超过下游企业的市场承受能力，易造成下游产品销售不畅，行业经营风险增加。2012年，经济基本面、供需基本面和地缘政治三大因素对国际油价起主导作用。整体来看，全球在政治和经济上面临的不确定性将有增无减，地缘政治风险将为油价提供强劲上涨动力，但世界经济复苏乏力导致需求疲弱将对油价形成制约。2012年上半年，国际油价宽幅震荡，增加了化纤原料价格的波动性。

（3）产品价格易被实施反倾销措施

从出口来看，我国涤纶长丝出口增长较快，出口量由2004年的13.26万吨增长到2011年的94.52万吨，在欧美经济复苏乏力的背景下，主要国家贸易保护倾向明显，欧、美、日等发达经济体以及印度、土耳其等国频繁对我国化纤及其制品的出口采取反倾销、特保等贸易救济措施，加上技术壁垒、知识产权、碳排放等新的贸易保护形式的运用，使我国化纤产品的出口受到了一定影响。

7. 未来发展

从中长期来看，随着全球经济复苏，新兴经济体市场将成为拉动纺织品出口回升的主导力量，欧、美、日等高端产品市场的消费能力也将逐步恢复。在国内，随着居民收入的提高，消费能力也大幅提高，消费观念发生改变，人们对服装、纺织品的消费需求会进一步提升。加之城镇化、高速铁路和汽车生产等对家用纺织品和产业用纺织品消费的拉动效应，纺织行业将迎来新的发展机遇，以此为契机，未来涤纶长丝行业发展势头良好。

目前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。我国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。根据中国化学纤维工业协会的涤纶长丝生产与产品现状及应用分析，目前我国涤纶长丝尚待进一步开发以下差别化、功能化品种：细旦多孔、异型、异收缩、弹性、高吸湿、抗静电、抗辐射、阻燃、抗紫外/远红外、抗菌和导电等纤维。

总体看，中国涤纶长丝行业已进入平稳发展期，但受上下游产业链、成本压力等不利因素影响，其发展环境仍较为严峻。预计2012年涤纶行业将进入新一轮洗牌周期，在这一阶段中，拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是国内最大的涤纶长丝供应商，总资产100多亿元，直属厂区5个，控股企业15家，占地面积2,000余亩。2011年名列中国企业500强第355位、中国民营企业100强第7位，2012年名列中国企业500强第317位。根据中国化纤工业协会的统计，公司从2001年-2011年连续十一年国内涤纶长丝销量第一。截至2011年底，公司具备92万吨POY、33万吨FDY和30万吨DTY年生产能力，产量和产能连续10年居行业第一，为全球最大的涤纶长丝生产商。公司拥有POY、FDY、DTY、复合丝、平牵丝等五大系列300多个品种的涤纶长丝产品，差别化率达到52%；聚酯切片有大有光、半消光、阳离子等多个品种。

2011年4月，公司被评为“中国纺织工业协会AAA级信用企业”；2011年11月，被中国工业报社授予“2011中国工业企业排头兵企业”；此外，公司还获得“国家新合纤产品开发基地”、“全国文明单位”、“中国驰名商标”等共计35项国家级荣誉和“浙江百强企业”等30项省级荣誉以及13

项市级荣誉。

公司有三十年的建厂历史，管理比较严格、产品质量稳定，在业内较早通过了ISO9001、ISO14001、计量检测体系以及标准化良好行为认证，通过实施5S管理、TPM管理和6σ管理，导入“卓越绩效模式”，形成了完备的考核体系。

“GOLDENCOCK”和“桐昆”牌涤纶长丝是公司的主导产品，其中“GOLDENCOCK”牌涤纶长丝在1999年9月被评为“浙江名牌产品”，2007年9月被评为“中国名牌产品”，同年12月被评为“国家免检产品”；2011年5月，“桐昆”牌商标被国家工商总局商标局认定为“中国驰名商标”。

总体看，公司是全球最大的涤纶长丝生产企业，生产规模较大，经营历史较长，多年来形成了独特的生产经营管理模式，产品质量较高。

2. 技术及装备工艺水平

目前，公司拥有日本TMT双头高速卷绕设备、印度HIMSON公司加弹设备、美国HONEY WELL公司DCS控制系统等先进生产设备及德国UB20LAUDA超级恒温油浴等产品检测装备。公司在1997年开始导入ISO9000质量认证体系，现已建立起成熟的质量管理体系。公司的聚酯装置以国产为主，长丝设备以德国和日本进口为主。聚合设备主要为德国吉玛五釜聚合直纺装置、美国杜邦三釜聚合直纺装置、中纺院四釜聚合直纺装置。FDY设备主要有能上高速经编机FDY生产线；直纺16头能上高速经编机FDY生产线；切片纺全自动切换高速一步法纺丝拉伸机、切片纺全自动切换高速纺丝机；德国巴马格WINGS生产线、德国巴马格ACW生产线。POY设备主要为日本村田设备，其中两条为多孔细旦国内第一条进口超大容量生产线；DTY设备主要有进口立达高速拉伸变形机、进口帝人33H双喂入配TCS在线张力检测装置、高速拉伸变形机、进口高温短热箱配TCS在线张力检测装置、细旦高速拉伸变形机、国产宏源FK6-1000V、M型高速拉伸变形机、国产海源HFD-1200M/A。

公司通过持续的技术改造，绝大部分装置达到国内领先、国际先进水平部分装置（如恒通40万吨聚酯装置）达到国际领先水平。同时，在已有省级企业技术中心的基础上，公司通过了“高新技术企业”、“国家新合纤产品开发基地”和“国家认证实验室”认定，建立了科技创新管理体系，建立了科学、规范的研发流程，培养了一支综合素质优秀、技术实力强劲、经验丰富的研发团队。公司的企业技术研发中心被认定为省级高新技术研究开发中心，纤维检测中心获得《中国合格评定国家认可委员会实验室认可证书》，为技术创新提供了坚实的后盾。公司每年投入利润的3%左右作为研发经费，为新产品和新技术的研发提供了强有力保障，研发成果在公司和控股公司内资源共享，避免了资源浪费。公司拥有省级高新技术产品129项，国家级科技支撑计划3项，列入国家火炬计划3项，申报专利235项，其中发明专利21项，授权专利163项，另外还有18项正在审批中，为进一步创新提供了专业的技术支持。

公司与浙江理工大学建立了长期合作关系，借助浙江理工大学服装、纺织传统学科优势，共同建立了新纤维研发中心，并合作举办研究生课程进修班，进一步提升了公司高中层管理干部和技术骨干的理论知识水平。公司还与中国纺织科学研究院和聚友化工联合开发国内首创的低温短流程平推流塔式柔性多功能直纺生产技术，该生产线可以根据市场需求灵活调整生产多种差别化涤纶长丝，为国际领先水平。此外公司还与东华大学、浙江大学、浙江纺织学院等专业院校和科研机构围绕具体的项目不断深化合作。

总体看，公司生产设备较先进，人才技术实力较强。

3. 人员素质

公司董事长陈士良先生，1963年出生，中共党员，大专学历，高级工程师。1991年进入桐昆集团工作，历任桐乡市化学纤维厂厂长，桐昆集团股份有限公司总裁、董事长。现任桐昆集团股份有限公司董事长、浙江桐昆控股集团有限公司董事长。

公司总经理汪建根先生，1964年出生，中共党员，本科学历，高级经济师。历任海盐县商业局局长、副局长，海盐县石泉乡党委书记，嘉兴市乡镇企业局副局长，中共嘉兴郊区区委副书记，中共桐乡市委副书记、桐乡市政府代市长、市长，嘉兴鸿泰贸易发展有限公司总经理，桐昆集团执行总裁，浙江桐昆集团苏州化纤有限公司董事长、总经理，浙江桐昆房地产开发有限公司总经理，桐乡市现代实验学校董事长，桐昆集团股份有限公司总裁。现任桐昆集团股份有限公司总裁。

截至2011年底，公司拥有在职员工11,594人，其中生产人员占89.01%、销售人员占2.98%，技术人员占6.28%，管理人员占1.73%。从文化程度看，公司本科及以上学历占6.78%，大专学历占14.96%，其他学历占78.26%。

总体看，公司主要高级管理人员均拥有丰富的涤纶长丝行业从业背景和管理经验，对行业发展趋势和公司经营驾驭能力较强，管理水平较高。公司员工以生产人员为主，符合涤纶长丝行业特点。

4. 区位优势

公司位于浙江嘉兴桐乡，地处浙江北部杭嘉湖平原；东距上海110公里，北临苏州74公里，西邻杭州56公里，属以上海为中心的长江三角洲经济区；紧邻中国绍兴钱清轻纺原料市场、中国柯桥轻纺城、萧绍化纤市场、盛泽化纤市场等专业市场。三角地区的涤纶长丝消费量约占国内总量的80%。优越的地理位置拓宽了公司的销售渠道，节约了产品的运输成本，提升了市场竞争力。

5. 外部支持

公司的控股股东浙江桐昆控股集团有限公司作为一家大型综合类控股企业，旗下涵盖化纤、金融、投资、房地产、教育等诸多产业，而公司作为桐昆控股旗下的重点产业，受到其大力支持。

桐昆控股拟于今年在加拿大收购一家石油勘探开采类公司超过51%的股权，如果收购完成，将着手实施对已拥有矿区的石油和天然气矿产资源的开发。该项目如实施，将使公司的产业链间接延伸至石化产业链的源头——原油的开采。公司将因上述项目突破上游原材料的制约瓶颈，实现产业链上下游联动，提高公司的利润率。

6. 土地资源

公司拥有土地使用权9宗，总面积345,602.97平方米；其中一处位于桐乡市经济开发区第二工业区，占地面积32,489.86平方米；其余8宗土地使用权均位于桐乡市洲泉镇，占地面积313,113.11平方米。控股子公司拥有土地使用权51宗，总面积976,360.26平方米。公司拥有的土地面积较大，地理位置较好，未来升值空间较高。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》及中国证券监督管理委员会和上海证交所的有关规章的要求规范运作，严格执行《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等规章制度。公司建立了股东大会、董事会、监事会和经理层分立

的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

股东大会是公司的权力机构，董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会由11名成员组成，其中4名为独立董事。董事会负责制定公司经营计划、投资和利润分配方案。董事会设董事长1人，由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司监事会由5名监事组成，其中职工监事2名，监事会设监事会主席1名，由半数以上监事选举产生。公司设总裁1名，由董事长提名，董事会聘任或解聘，总裁全面负责公司日常经营运作和控制管理，对董事会负责。

总体看，公司法人治理结构较完善。

2. 管理体制

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），拥有恒盛化纤、中洲化纤、恒隆化工、上海益彪、嘉兴石化等15个控股子公司。公司各部门分工明确，对下属企业的对应部门进行专业指导、监督及业务支持，统一执行公司颁布的各项规范制度，在公司整体发展战略规划的基础上，各下属子公司建立了相应的经营计划和内部控制制度，完善自身管理。

采购管理方面，公司采用“集中采购”与“分散采购”相结合的原则，制定采购总量，再细化到各日。对于大宗原材料如PTA、MEG、PET等，由采购供应部集中招标确定供应商，各相关子公司分别于供应商签订采购合同；其余所需的辅料，原则上由公司和各子公司的经营科通过对外招标的形式采购。以上采购行为均需按照公司制定的《物资采购事务管理制度》、《采购与付款管理制度》、《货币资金支付操作实施细则》严格执行。

销售与收款方面，销售人员定期对客户跟踪反馈，公司每半个月对所有销售人员的跟踪反馈情况进行总结，根据销售情况不断调整产品结构和策略。公司采取当天定价、报价、销售的模式，公司的销售管理部根据市场行情、财务成本核算、供需状况确定产品销售价格，并报送总裁审批，审批后以价格表形式发送给公司及各子公司的经营科，公司及各子公司根据审批后的价格各自对客户直接销售，坚持“先款后货”的原则，采取现金、电汇、汇票等结算方式。

财务方面，公司采取“垂直管理”的财务制度，各控股子公司的财务业务由公司的财务管理部统一管理。各子公司每日通过公司财务管理部的结算中心进行财务结算，各项资金进出均需通过财务管理部的审批，在内部结算系统中操作，各子公司还要按公司财务部的要求和规定，及时准确地向公司财务部报送会计报表和有关会计资料，接受公司布置的任务和检查。

生产方面，公司及各子公司采用专业化分工生产的生产模式：公司各厂区及各子公司每年年底根据当年的运营和销售情况制定下一年度的生产指标，之后上报公司确认，公司根据上报情况考核各厂区及各子公司的生产情况。各厂区及各子公司每天向公司上报生产指标，包括等品率、废丝率和制成率等指标，公司据此跟踪生产情况。生产技术部负责监督指导各厂区和子公司的生产、工艺技术、生产管理和质量控制。2012年公司在车间绩效考核、企业创新活动、员工生产培训等方面进行了加强；此外还根据每月工作的推进情况，确定5-6项关于生产、技改、质量的重点改善项目，制定了相适应的公关方式，在DTY的优等率、POY的过尾率提升方面取得突破。

子公司方面，公司对控股子公司的财务进行垂直管理，还对其的生产技术进行必要的监督和指导；此外，各控股子公司的主要领导定期向公司进行汇报，并于每个生产年度开展绩效考核以确定其领导胜任能力。

综合看，公司各项规章制度比较健全，对子公司的管控能力较强。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务属涤纶行业，主要从事涤纶长丝和聚酯切片的生产和销售，在涤纶行业中属于长丝细分行业，处于行业中上游位置。公司主要产品用途：箱包内衬、家纺床上用品、服装面料、毛毯等用途。

近年来公司产业规模快速放大，产量增幅达95.6%，新增嘉兴石化、恒通、恒鑫、恒隆等成员公司，熔体纺与切片纺的比例从1:1提高到7:3，加弹机从100台增加到200台，增长了100%；装备达到国内、国际先进水平。从经营情况看，2008~2009年全球金融危机，给公司下游服装、纺织行业造成巨大冲击，我国纺织行业困难重重，外需低迷、出口下滑、产能过剩、竞争恶化；而同时上游原料价格呈宽幅波动、劳动力及能源成本大幅提高，使得涤纶长丝企业受生产和销售两头受压，经营压力沉重。公司坚持走中高端市场路线，避开了低端市场与中小涤纶长丝企业的恶性竞争，销售收入仍获得了增长。近三年公司主营业务收入逐年增长，2011年和2010年同比分别增长36.45%和58.41%。从业务贡献来看，POY、DTY、FDY是公司主要的收入来源。2012年度上半年，上述三项业务收入占营业收入的比重分别为51.48%、18.40%、24.70%。公司2012年上半年POY销售收入较2011年同期减少11.07%，DTY销售收入较2011年同期减少18.91%，FDY销售收入较2011年同期增加14.81%。

从毛利构成来看，POY、DTY、FDY的毛利较高，2010年毛利率分别达到11.01%、12.82%和13.82%；2011年三种主要产品的毛利率均有不同程度的下降，分别为10.94%、12.29%和8.15%；2012年上半年毛利率分别达到4.55%、3.65%和5.11%。

2010年，涤纶行业景气度攀升，公司“年产40万吨POY及FDY差别化纤维项目”于2010年初基本达产，使得当年POY销量与2009年相比增加205,687.06吨，而POY的平均售价提升至9,893.57元/吨左右，使得公司2010年POY的销售收入大增。同时，公司“恒通化纤72位FDY生产线”、“公司DTY技改工程”建成投产，DTY和FDY的产能比上年分别增加5万吨和6万吨，达到27万吨和28万吨。2011年，受经济周期性影响，全行业景气度下降，此外上游原材料价格波动明显，虽然公司主要产品的收入增加，但同时原材料价格上涨，劳动力成本也逐渐上升，为了在景气度下降的期间抢占一定的市场份额又主动降低了公司产品售价，因此毛利率有所下降。

表3 2010年~2012年1-6月主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2010 年			2011 年			2012 年 1-6 月		
	主营业务收入	收入构成(%)	毛利率	主营业务收入	收入构成(%)	毛利率	主营业务收入	收入构成(%)	毛利率
POY	788,418.39	54.16	11.01%	108,7957.96	54.77	10.94%	461,537.10	51.48	4.55%
DTY	315,642.00	21.68	12.82%	405,493.00	20.41	12.29%	165,025.15	18.41	3.65%
FDY	266,882.19	18.33	13.82%	393,224.28	19.80	8.15%	221,166.39	24.70	5.11%
复合丝	40,345.99	2.77	13.82%	55,456.30	2.79	14.38%	26,666.15	2.97	5.76%
平牵丝	34,664.25	2.38	12.28%	31,135.46	1.57	10.82%	11,477.37	1.28	4.56%
切片	3,685.36	0.25	1.02%	4,534.36	0.23	2.18%	37.44	0.004	7.12%
其他	6,150.75	0.42	-7.89%	8,576.10	0.43	-13.30%	10,623.09	1.18	13.21%
合计	1,455,788.94	100	11.93%	1,986,377.45	100	10.63%	896,532.69	100	4.66%

资料来源：公司年报

随着主营业务收入的逐年增长，公司主营业务成本也呈现逐年增长的趋势，2011年和2010年同比分别增长38.45%和47.51%，2011年营业收入增长比例低于营业成本增长比例，主要是上游原材料价格涨幅高于产品价格涨幅造成的。公司主营业务成本以POY、DTY、FDY成本为主。2011年公司POY销售收入较2010年增加37.99%，而营业成本较2010年提高了38.10%；DTY销售收入较2010年增加28.47%，营业成本提高了29.25%；FDY售收入增加了47.34%，销售成本提高了57.10%。

表4 2010年~2012年1-6月主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2010年	占比（%）	2011年	占比（%）	2012年上半年	占比（%）
POY	701,564.63	54.72	968,885.57	54.58	44,0531.78	51.54
DTY	275,155.68	21.46	355,649.97	20.04	158,999.94	18.60
FDY	229,982.26	17.94	361,300.18	20.35	209,853.91	24.55
复合丝	34,766.23	2.71	47,480.97	2.67	25,128.84	2.94
平牵丝	30,406.53	2.37	27,765.47	1.56	10,953.53	1.28
切片	3,647.66	0.28	4,435.47	0.25	34.79	0.004
其他	6,635.50	0.52	9,717.13	0.55	9,219.78	1.08
合计	1,282,158.49	100	1,775,103.58	100	854,722.17	100

资料来源：公司年报

公司2011年主营业务成本同比增长38.45%，而同期化纤行业中与公司主营业务基本相同的荣盛石化化纤主营业务成本上涨了85.77%，恒逸石化主营业务成本上涨了73.62%，新民科技主营业务成本涨幅达139.76%，而规模相对较小的尤夫股份主营业务成本也上涨了42.49%，均高于公司涨幅。尽管成本普遍上涨，公司由于成本控制比较严格，上涨幅度比较低，保持了一定的利润水平，在行业中处于较好水平。

表5 我国主要涤纶长丝生产商主营业务成本(化纤)比较（单位：万元）

公司名称	2010年	2011年	同比增长
荣盛石化	496,812.55	922,935.90	85.77%
恒逸石化	1,461,146.08	2,536,836.54	73.62%
新民科技	89,057.80	213,521.14	139.76%
尤夫股份	47,762.27	68,056.83	42.49%

资料来源：Wind资讯

从出口情况看，公司在不断加大国内市场业务的同时，积极拓展国外市场业务，2010~2011年公司出口业务收入占总收入的比分别为3.15%和3.88%。

2. 原料采购

公司原料中PTA、MEG是最主要的原材料，PTA主要由荣盛集团、中国石化等供应，MEG主要由中国石化、沙伯亚太等供应，供货渠道较广泛。随着国内大量民营企业进入到PTA生产领域，我国PTA的产能和产量得到提升，且公司自有的PTA生产项目“嘉兴年产80万吨PTA工程”也投入生产，原材料依赖风险得以降低。公司PTA、MEG的采购量近年总体呈增长趋势，价格波动较大。（表6，表7）。

表6 2010年~2012年1-6月公司PTA采购情况

项 目	2010 年	2011 年	2012 年 1-6 月
总采购量（吨）	1,047,314.21	1,370,419.47	675,092.02
单价（元/吨）	6,830.51	8,527.83	7,370.00

资料来源：公司提供

表7 2010年~2012年1-6月公司MEG采购情况

项 目	2010 年	2011 年	2012 年 1-6 月
总采购量（吨）	422,057.50	422,180.97	272,746.53
单价（元/吨）	6,150.52	7,856.63	6,669.00

资料来源：公司提供

从采购模式看，公司采取“长期合同价格”与“市场现货模式”相结合的方式，与主要供货商每年签订固定时间和数量的供货合同，约占原材料总量的60%左右，其余所需的40%依靠公司自有资金和专门的采购团队在现货市场寻求套利空间；两者相结合的采购模式使公司的原材料价格相对平稳，规避了一些原材料价格大幅波动的风险。由于原材料采购量较大，近三年公司预付账款和应付账款的增加很快。

公司根据市场的供应状况，结合价格、质量等各方面因素，实施自主采购。经过近三十年的经营，公司拥有大量稳定的供货商，为避免对上游供应商的过度依赖，公司保持了一定的原材料供应分散度。2011年，公司供应商中只有一家供应商的原材料采购金额占比超过总采购额的10%，原材料采购对单一供应商的依赖风险较小。

表8 2011年公司前五名供应商情况（单位：万元）

购货单位名称	采购金额	占采购总额比重
沙伯亚太有限公司	194,518.32	11.01%
东方希望集团有限公司	117,539.23	6.65%
荣盛集团	114,739.38	6.49%
中国石化化工销售华东分公司	112,745.95	6.38%
伊藤忠商事株式会社	103,755.27	5.87%

资料来源：公司提供

PTA、MEG为石油衍生品的产物，对石油价格波动的敏感性非常大。为保证对PTA的采购，进一步稳定原材料供应并降低采购单价以获得成本优势，公司于2008年1月在西萨摩亚设立全资子公司—恒隆国际，从事境外化工原料、纺织原料及产品的进出口贸易。公司以及控股子公司恒盛化纤、恒通化纤和上海益彪与国外部分大型供应商签订了长期采购合同，当合同执行日的境外采购成本（价格加上关税、运输费、保险费等）高于国内采购成本时，公司会将境外采购的PTA、MEG通过转口贸易直接销售给恒隆国际，由恒隆国际在境外销售。此外，公司还在风险可控的前提下，通过期货市场进行少量的PTA期货操作以及在现货市场逢低补仓，适当进行现货采购，进一步控制采购成本。

总体看，公司原材料供应稳定；同时公司在建的“嘉兴年产80万吨PTA工程”的实施有利于进一步降低原材料价格，而且自产PTA品质稳定，也为公司提升产品质量提供了有利保障。

3. 生产经营

公司利用购买的自有生产设备进行生产，经过系列加工程序制造出各种涤纶长丝。公司的生

产技术部负责监督指导各厂区及各子公司的生产情况。公司在整个生产程序中，建立了完善的产品生产管理制度和职工考核制度。公司目前拥有5个直属厂区以及15家控股子公司，按照涤纶长丝的盈利能力和生产规模划分为三个梯队：恒基纤维和锦瑞化纤主要生产差别化加弹丝，产能较小但产品附加值较高；中洲化纤、三星化纤设立时间较早，主要面向常规丝市场；公司及恒盛化纤和恒通化纤产能较大，其拥有的设备具有一定的技术梯次，产品结构较为丰富，能根据市场需求的变动生产差别化丝和常规丝。

此外公司拥有三叶异形高强绣花专用涤纶丝制造技术、钻石绒纤维制造技术、阳离子亮丽扁平丝制造技术等13项自主研发技术，成功开发了涤纶多异复合纤维、FDY重旦多孔丝、强收缩高蓬松保湿性纤维、DTY多折射网络丝、特种荧光POY丝、重磅仿真混纤维和高性能微消光缝纫专用涤纶丝等产品。

公司所生产的产品为纺织业的基础原料，是以大规模的批量生产为其主要的生产方式，因此不是以销定产。由于人民生活水平的不断提高，对高档化纤的需求也在增加，公司2010年、2011年和2012年一季度的产能利用率达90%以上（如下表），基本达到饱和状态。

表9 2010年~2012年1-3月主要产品生产情况

产品	项目	2010年	2011年	2012年1-3月
FDY	产能	28.00	33.00	11.00
	产量	25.41	32.01	10.56
	产能利用率(%)	90.75	97.00	96.00
DTY	产能	27.00	30.00	7.50
	产量	28.01	30.59	7.50
	产能利用率(%)	103.74	101.97	100.00
POY	产能	80.00	92.00	24.50
	产量	78.62	90.09	24.34
	产能利用率(%)	98.28	97.92	99.34

资料来源：公司提供。

公司在单位产品投资成本、单位能耗、上游采购的议价能力等方面有明显优势。公司通过不断地生产挖潜使水、电、人工等制造费用低于行业平均。应对现阶段的低迷行情，公司能够做到低库存管理，5-10日快速周转以应对库存跌价。成本控制方面，公司利用其规模优势和管理优势，能够将生产成本控制在行业较低水平。

总体看，公司通过一系列的制度和办法降低生产成本，成本控制能力较强，生产技术和设备处于行业领先地位，生产经营情况运行良好。

4. 产品销售

销售区域方面，公司产品以“内销为主、出口为辅”，内销收入占主营业务收入的80%以上。公司拥有稳定的销售网络，产品主要销往国内家纺制品生产企业、服装面料生产企业，分布地区主要为长江三角洲地区。近年来公司基于市场需求组织生产，产品产销率较高。公司产品价格近几年有较大的波动，2011年公司的FDY、DTY和POY平均销售价格分别比2010年上涨了18.00%、20.27%和21.97%，2012年上半年比2011年又分别下跌了4.92%、3.42%和4.67%。

表10 2010~2012年1-6月主要产品产销量及平均销售价格情况

产品	项目	2010 年	2011 年	2012 年 1-6 月
FDY	产量 (万吨)	25.41	32.01	22.45
	销量 (万吨)	25.22	31.49	21.73
	产销率 (%)	99.24	98.38	95.79
	价格 (元/吨)	10,582.16	12,487.27	11,872.70
DTY	产量 (万吨)	28.01	30.59	14.98
	销量 (万吨)	28.33	30.26	14.94
	产销率 (%)	101.15	98.92	99.73
	价格 (元/吨)	11,141.62	13,400.30	12,942.10
POY	产量 (万吨)	78.62	90.09	48.15
	销量 (万吨)	79.69	90.16	46.78
	产销率 (%)	101.36	81.40	100.08
	价格 (元/吨)	9,893.57	12,066.97	11,502.90

资料来源：公司提供

2010年特别是2010年下半年，受下游服装、家纺等强劲需求以及因棉价上涨所带来的后道产品及替代产品的需求拉动，涤纶长丝市场产销两旺，聚酯纤维企业开工率上升，公司DTY和POY产品产销率均在100%以上，销售价格逐步攀升。从2011年下半年开始，受国外经济形势影响，我国外贸服装行业景气度下降，使涤纶原料需求在低位运行，但由于公司在行业内的强势地位，产品产量和销量均较2010年有小幅上涨。2012年上半年虽然行业整体处于下行趋势，但公司的产销均保持了良好势头，但产品售价较2011年有所下降。

多年的经营积累使得公司拥有大量的下游合作伙伴，2011年公司前5大客户销售金额占比仅为7.12%，销售较为分散，不存在向单个客户的销售比例超过总额的5%或严重依赖于少数客户的情况。

表11 公司2011年前5大销售客户情况（单位：万元）

销货单位名称	销售金额	占营业收入比重
长兴昊亿物资贸易有限公司	42,171.84	2.10%
长兴金盛物资贸易有限公司	41,152.85	2.05%
浙江兴发化纤集团有限公司	20,558.44	1.02%
长兴恒博物资贸易有限公司	19,796.63	0.98%
长兴鑫能物资贸易有限公司	19,602.36	0.97%

资料来源：公司提供

销售结算方面，公司坚持“先收款、后发货”的原则，截至2012年6月公司应收账款为15,062.50万元，占营业收入比例较低。

总体看，桐昆股份是涤纶长丝行业的龙头企业，产品质量稳定、市场占有率较高，多年以来受到客户的认可，因而市场销路好，对涤纶长丝市场具有一定的主导权。

5. 投资项目

嘉兴石化年产 80 万吨 PTA 工程

根据公司 2010 年第二次临时股东大会审议通过的《关于首次公开发行股票募集资金投资项目可行性的议案》，募集资金扣除发行费用后，将投资于“嘉兴石化年产 80 万吨 PTA 工程”。

该项目总投资 303,929 万元（含外汇 9,956 万美元），其中建设投资资金 252,479 万元（含外汇 9,956 万美元），铺底流动资金 51,450 万元（含利息 17,688 万元），目前已投资 231,193.20 万元，

预计 2012 年建成投产。

该项目建设期为 28 个月，由公司的全资子公司嘉兴石化组织和实施，在浙江乍浦经济开发区建设生产基地，拟用地 41.5 公顷，并已获得国土资源部出具的《关于浙江省平湖市年产 80 万吨精对苯二甲酸（PTA）项目建设用地预审意见的复函》（国土资预审字[2008]268 号）的批准。该项目投产后第一年即达到 100%设计生产能力，即年产 80 万吨 PTA，全部用于公司涤纶长丝的生产，不对外销售，并采用目前国际上最为先进的 PTA 生产技术-INVISTA（英威达）工艺技术。

通过本项目公司产业链向上游发展，形成了 PTA、聚酯、纺丝上下游一体化的产业链格局，由于 PTA 产业集中度高、资本壁垒大，公司相应产业链的利润分配中所获比例也扩大，同时还可有效降低原材料成本进而降低产品成本，利润空间将进一步上升。

年产 30 万吨差别化纤维项目

公司 2011 年五届六次董事会审议通过了《关于使用超募资金用于公司“年产 30 万吨差别化纤维项目”的议案》，一致同意将超募资金 9,209.42 万元用于公司的在建项目“年产 30 万吨差别化纤维项目”。该项目总投资为 149,610 万元，截至 2011 年底，已完成建设投资 72,279.48 万元，尚需投入建设资金 40,722.52 万元，项目仍在建设中。

公司拟通过该项目新建聚酯车间、长丝车间，采用国产化聚酯熔体直纺工艺技术，四釜流程，进口世界先进的新型牵伸卷绕设备，设置 20 条直接纺差别化纤维长丝生产线和切片生产及包装，以及配套的辅助生产装置及公用工程装置，形成年产功能性、差别化涤纶长丝 30 万吨的生产能力。

年产 27 万吨差别化纤维项目

该项目总投资 149,800 万元，其中建设投资总额 115,135.3 万元，含项目用汇 9,394 万美元，实际已投资 5,429.19，目前尚在建设中。该项目位于浙江省桐乡市洲泉工业园区，占地面积约 157 亩。

该项目拟新建聚酯车间、涤纶长丝车间、PTA 库、PTA 投料车间、1#成品库、2#成品库等建筑物共计 105,901 平方米，采用国产化聚酯熔体直纺、“一头一尾”四釜流程工艺技术，进口世界先进的新型牵伸卷绕设备 768 位，设置 16 条直接纺差别化纤维长丝生产线，形成年产功能性、差别化涤纶长丝 27 万吨的生产能力。

年产 40 万吨 POY 及 FDY 差别化纤维项目

公司年产 40 万吨 POY 及 FDY 差别化纤维项目计划总投资 66,930 万元，实际投资 82,638.26 万元，目前该项目已完工。

该项目采用国产化聚酯熔体直纺、“一头二尾”四釜流程工艺技术共六台反应器，单线日产 1200 吨聚酯熔体，进口世界先进的新型牵伸卷绕设备 864 位，设置 18 条直接纺差别化纤维长丝生产线和最大 20 吨/时切片生产及包装线，以及配套的辅助生产装置及公用工程生产装置，形成年产功能性、差别化涤纶长丝 40 万吨的生产能力。

上述投资建设的资金来源：一是公司募投资金，主要用于嘉兴石化年产 80 万吨 PTA 工程，多余的超募资金用于年产 30 万吨差别化纤维项目；二是公司的自有资金作为建设资金；三是通过银行贷款方式筹集项目建设资金，但贷款量相对较小。

总体看，公司的项目投资周期较长，投资金额较大，通过上述四个项目的投建，将对公司产能扩大、产品结构优化和提升公司涤纶长丝产品向高档化发展起重要作用。尤其是“嘉兴石化年产 80 万吨 PTA 工程”可以进一步延长和完善公司涤纶长丝产品的产业链，从根本上改善原材料 PTA 供给状况，以提升主营业务产品毛利率和企业的抗风险能力。但公司投资项目较多，金额较大，面临较大的资本支出压力。

6. 经营效率

近年来公司各项经营效率指标呈现一定的波动，虽然受经济形势影响，但营业收入的规模仍保持了平稳增长。2010年、2011年随着纺织服装行业的转暖，公司整体经营效率恢复到较好的状态，从同行业比较情况看（表12），公司主要周转率指标处于行业领先水平。

表12 2011年化纤行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

企业名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
恒逸石化	185.91	17.48	2.77
荣盛石化	58.59	21.40	1.58
华西股份	32.83	8.09	1.07
湖北金环	16.23	2.21	0.64
新民科技	62.91	11.35	1.15
霞客环保	44.97	2.80	0.90
尤夫股份	8.80	5.48	0.66
澳洋科技	64.43	5.76	0.99
化纤行业平均值	23.63	5.5	1.30
公司	249.66	18.40	2.43

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，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

7. 关联交易

公司已建立了独立的化纤产、供、销系统，与关联企业在业务、资产、机构、人员、财务方面均相互独立。针对与关联企业在供销、提供劳务、房屋租赁、资金占用、担保等方面的交易，制定了严格的关联交易协议条款，并参考市场价格或以合理的成本加成方式确定交易价格，以保证关联交易价格的公允性，确保关联交易行为不损害公司和股东的合法利益。2011年公司只有2.50万元的关联租赁。公司的关联交易金额较小。

公司关联交易的形成，主要是公司正常生产经营的需要，对公司财务状况和经营成果均不构成重大影响。公司在《公司章程》中规定了有关关联交易的回避表决制度、决策权限、决策程序，以保证关联交易的公允性；同时公司在《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《独立董事工作制度》和《关联交易管理办法》等相关制度中对关联交易决策权力与程序均做出详细规定。

总体来看，公司关联交易规模较小，交易价格公允，不存在损害公司及股东利益的情况。

8. 未来发展

未来公司将立足现有产业基础，通过实施精细化管理和加大技术改造投入，继续保持规模、成本和品质领先，并不断提高产品附加值，计划到2015年末，涤纶长丝功能性、差别化产品比例达到68%以上，PTA年产量达到200万吨，涤纶长丝年产量达到308万吨，年销售收入达到450亿元，员工人均月工资年增长8%左右，继续巩固中国聚酯涤纶行业领军企业地位。在此基础上，公司加快产业前向一体化进程，争取到2015年末基本实现精对苯二甲酸和纺织油剂等原辅料自给，并为公司在石化行业向纵深发展奠定基础。

总体看，公司的发展战略思路清晰，目标明确，多年来公司已形成较大的规模优势、技术优势及管理优势，预计未来随着现有技术设备的不断升级改造、产品差别化率不断提高，公司将继续保持其行业龙头地位。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2009~2011年度合并财务报表已经天健会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司还提供了2012年上半年未经审计的财务报表。2009~2012年上半年公司合并范围变化情况如下：

表13 2009~2012年上半年公司合并范围变化情况

时间	变动情况	公司名称	变动原因
2009 年	增加	桐乡市恒隆化工有限公司	投资新设
	减少	江苏中润化纤有限公司	股权转让
2010 年	增加	嘉兴石化有限公司	投资新设
	减少	桐乡市蓝宇化纤有限公司	被恒昌纸塑吸收合并后注销
2012 年 1-6 月	增加	桐昆集团浙江恒腾差别化纤维有限公司	投资新设
	增加	桐昆纱线工业贸易有限公司	投资新设

资料来源：公司提供

截至2011年底，公司合并资产总额1,085,222.69万元，负债合计397,516.95万元，所有者权益（含少数股东权益）合计687,705.74万元；2011年公司实现营业收入2,011,846.83万元，净利润（含少数股东损益）124,320.14万元；经营活动产生的现金流量净额68,640.76万元，现金及现金等价物净增加额116,905.41万元。

截至2012年6月底，公司合并资产总额1,130,505.52万元，负债合计438,551.99万元，所有者权益（含少数股东权益）合计691,953.52万元；2012年1~6月实现营业收入910,561.51万元，净利润（含少数股东损益）8,865.28万元；经营活动产生的现金流量净额12,624.00万元，现金及现金等价物净增加额-63,453.89万元。

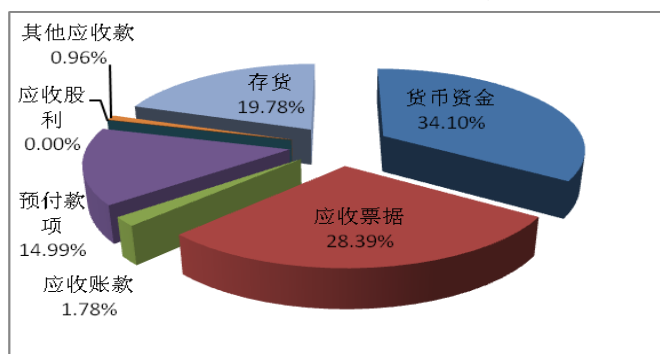
2. 资产质量

2009~2011年公司资产总额以66.14%的年均增长率快速增长，2011年底公司资产总额合计1,085,222.69万元，其中流动资产占49.73%，其余为非流动资产，这一比重符合所在行业的特点。

流动资产

2011年底公司流动资产达到539,658.53万元，较2010年大幅上涨93.95%，主要来自于公司2011年5月新股发行募集资金到账。公司流动资产以货币资金、存货和应收票据为主，2011年构成情况如下图所示。

图6 2011年公司流动资产构成情况 单位：万元



数据来源：公司年报

2011年5月公司首发12,000万股，募集大量资金，截至2011年底，公司货币资金总额184,016.10万元，同比增长了175.17%，占流动资产比例为34.10%，货币资金充裕。从货币资金的构成上看，2011年底公司货币资金以银行存款为主并有少量库存现金。

由于公司收入规模的大幅增长，银行承兑汇票期末未到期增加数量较多，2011年应收票据比上年增加了235.96%，达153,217.44万元。

由于公司主要采取先收款后交货的结算方式，公司的应收账款一直保持较低水平。截至2011年底，公司应收账款账面余额10,139.06万元，同比上涨47.35%，主要是由于公司收入规模的大幅增长，期末未到结算期的货款增加所致。从应收账款账龄看，近三年公司应收账款的账龄结构较为稳定，主要为1年以内的应收款项（2011年占比99.47%）。公司应收账款中欠款金额前五名占应收款总额的30.38%，公司客户每年均有较大变动，且客户较分散。截至2011年底坏账准备金额为535.55万元。从近三年回款的情况看，公司应收账款回收基本有保障，坏账风险较小。

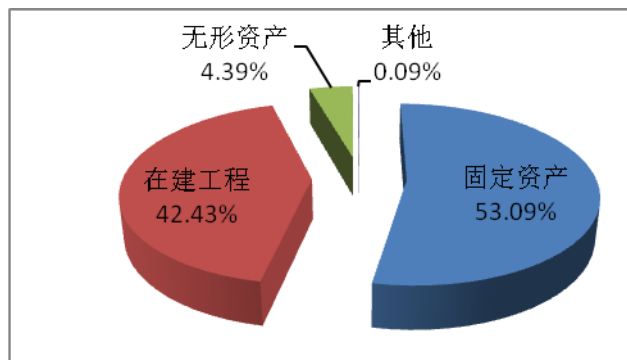
公司存货主要由原材料和产成品构成，随着公司生产规模扩大，原材料和产成品备货量增加，公司存货也有一定的增加，近三年公司存货年均增长率为17.18%。截至2011年底，公司存货净额106,729.13万元，同比增长20.28%。公司经测试未发现存货存在成本低于可变现净值的情形，故未计提存货跌价准备。

公司的预付款项近三年呈大幅增长趋势，2009~2011年年均增长160.87%，主要是由于公司产品增长较快，采购量增加所致。

非流动资产

截至2011年底，公司非流动资产总计545,564.16万元，占总资产比例50.27%，占比与上年相当。在非流动资产的构成中，主要是固定资产（占比53.09%）、在建工程（占比42.43%）和无形资产（占比4.39%）。

图7 2010年公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

随着公司首发募集资金到位，募集资金项目开始投入，公司购置了一些生产用机器设备，使得公司固定资产2011年同比增加19.05%，2011年原值达到494,875.50万元，其中房屋及建筑物占比16.85%，机器设备占80.32%，其他相关资产占比2.83%。截至2011年底，公司固定资产累计折旧余额205,227.59万元，公司未计提任何固定资产减值准备，固定资产成新率为41.46%，成新率一般。

截至2011年底，公司在建工程余额为231,457.64万元，比年初数增加655.35%，主要是因为嘉兴石化年产80万吨PTA项目投入资金较大。公司无形资产主要来自于土地使用权、软件和排污权，截至2011年底账面余额为26,024.56万元，累计计提摊销2,064.66万元。无形资产2011年同比增加14.80%，主要是因为购置了土地使用权和排污权所致。

截至2012年6月底，公司资产总规模达到1,130,505.52万元，较同比增长4.17%；其中增幅较大的有存货（增长77.77%）、应收账款（增长56.84%）和在建工程（增长37.79%），应收账款和存货的大幅增长主要是由于2012年以来全球经济不振导致行业需求不足，公司产品出现一定的积压所致。2012年6月底公司整体资产结构较2011年变化不大，其中流动资产占比44.66%，占比较年初略有下降。

总体看，公司IPO后货币资金量大幅提升，资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

公司近三年负债总额增长较快，2009~2011年公司负债总额以30.03%的年均增长率增长，截至2011年底，公司负债总额397,516.95万元，同比增长了40.10%。公司负债以流动负债为主，占比98.04%，负债结构有待改善。

截至2011年底，公司流动负债总额389,713.14万元，较上年增长46.25%。从构成上看，流动负债主要由短期借款（占48.73%）和应付账款（占39.07%）构成。

随着公司投资项目的增加，对资金的需求不断增长，2009~2011年公司短期借款以62.35%的年均增长率增长，截至2011年底，公司短期借款为189,901.6万元，较上年增加59.24%。

随着公司经营规模扩大，购买的原材料相应增加，公司2009~2011年应付账款以41.63%的年平均增长率增长，截至2011年底，公司应付账款为152,257.88万元，较去年同比上涨75.85%。

公司非流动负债由长期借款和其他非流动负债构成，截至2011年底，公司长期借款为6,575.23万元，较上年减少58.75%；其他非流动负债1,228.58万元，较上年减少4.78%。

截至2011年底，公司全部债务总额为228,593.73万元，其中短期债务和长期债务占比分别为97.04%和2.96%，债务结构有待改善。从债务指标看，截至2011年底，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率分别为24.95%、0.95%和36.63%，在行业中处于相对较低水平，整体债务负担较轻。

截至2011年底，公司的所有者权益为687,705.74万元（其中少数股东权益占5.36%），比上年增长了137.37%。2009~2011年归属母公司所有者权益以113.61%的年平均增长率大幅上涨，2011年IPO使得公司归属母公司所有者权益较上年增长146.28%，2011年为650,865.04万元，其中股本占比14.01%，资本公积占比为40.63%，未分配利润占比为37.06%，盈余公积占比为2.94%。公司所有者权益不够稳定。

2012年上半年公司增加了有息负债规模，负债数额相应有所增大，较年初增长了10.32%。此外，增幅较大的还有预收账款（增长117.15%），是公司为控制风险，要求购买方预付款增加所致。2012年6月末，公司长期借款增长了45.72%，短期借款增长了29.35%，对应的全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率分别为29.46%、1.37%和38.79%，债务负担有所上升。公司所有者权益变化则不大。

总体看，公司近三年负债增长较快，流动负债占绝大比例，整体债务负担较轻。

4. 盈利能力

2008年的金融危机使化纤行业重新洗牌，业内许多化纤企业亏损或经营已无法为继，而公司由于成本管理较好，一直没有出现亏损。凭借三十多年的积累，公司资金较为雄厚，趁行业在低谷时以较低的价格收购了一些同行业的化纤企业，公司产能和收入实现了跳跃式增长。2011年，公司实现营业收入2,011,846.83万元，较上年增长36.84%，实现营业利润153,241.97万元，较上年增长9.16%。但是公司毛利率水平2011年为10.64%，较2010年11.93%有所下滑，相应带动营业利

润率也下滑。这主要是公司看好未来涤纶长丝市场，为了提高市场占有率主动调低了价格，销量虽大幅增长，但毛利率有一定程度的降低。

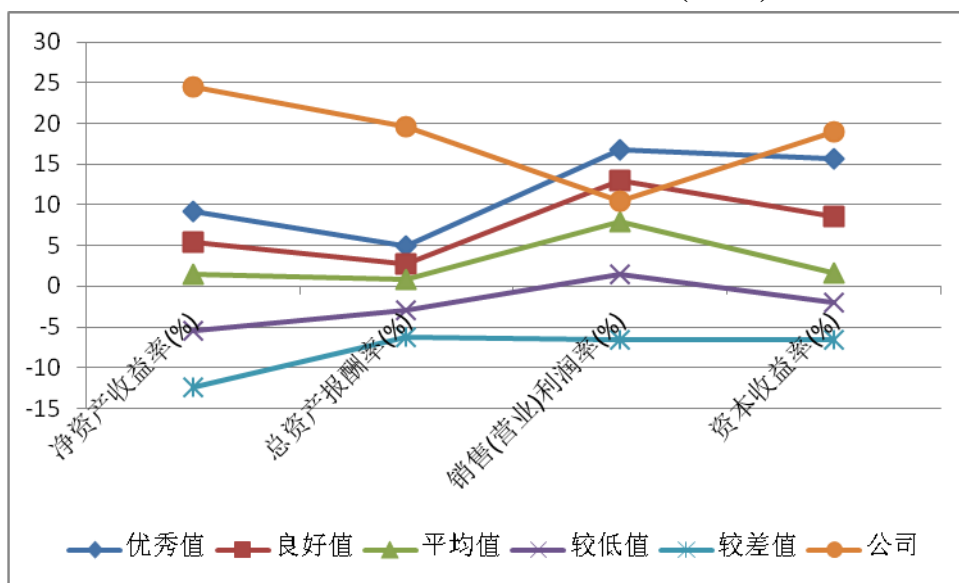
期间费用方面，2009~2011年公司管理费用呈大幅增长趋势，2011年较上年增长104.06%、管理费用大幅上涨，主要有两方面原因：一是公司2011年新股发行，发行费用较大；二是公司加大研发投入，研发费用增加所致。公司2011年财务费用为负值，主要是由于银行存款利息增加使得财务费用大幅减少。公司的销售费用较为稳定，近三年年均增幅为11.68%。近三年公司费用收入比分别2.71%、2.20%、2.73%，公司三项费用控制的较好。

得益于近年来公司收到的各项政府补贴，营业外收入规模增长较快，2009~2011年年平均增长率为67.33%，2011年达到了9,087.57万元，但该项收入仅占利润总额5.71%，说明公司利润主要来源于主营业务。

从盈利指标上看，公司近三年净资产收益率大幅波动，2009~2011年该指标值分别为25.04%、53.58%、25.44%，采用杜邦公式对净资产收益率（ROE）进行分解，公司2011年销售利润率、总资产周转率、权益乘数值分别为6.18%、2.43次、1.81，比2010年分别下降了24.26%、20.07%和23.94%，三个因素共同使得公司2011年ROE比上年减少了52.52%，其中核心因素是2011年公司实现IPO上市，净资产大幅攀升，而募投项目尚处建设期，当年未能产生回报所致。

同业比较方面，公司的营业利润率处于行业较好水平，净资产收益率、总资产报酬率和资本收益率均处行业优秀水平，这体现了公司较强的成本控制能力。

图8 公司的各项盈利指标与化纤行业对比情况(2011年)



数据来源：联合评级搜集整理。注：同业比较数据来自于 wind 资讯，计算口径可能与后面附表存在差异。

2012年上半年，公司实现营业收入910,561.51万元，较上年同期减少6.93%，实现利润总额12,689.70万元，较上年同期减少82.06%；归属于上市公司股东的净利润7,549.13万元，同比减少84.78%，由于全球经济疲软，纺织行业需求不足，行业竞争激烈影响了公司上半年的盈利水平；下半年公司将继续扩张规模谋求提高市场占有率，并向上游拓展延伸产业链，下半年公司盈利水平相比上半年将有一定改善。

总体看，公司成本控制费用控制较好，盈利能力在行业中处于较好水平。

5. 现金流

公司近三年经营活动现金净流量一直为正，表明企业经营活动处于正常；因扩大生产规模，公司投资活动现金净流量一直为负值；而2011年由于IPO发行上市，公司筹资活动现金净流量大幅增长。

从经营活动现金流量看，2011年公司销售商品、提供劳务收到的现金为2,234,547.88万元，较上年增长了32.59%，公司经营活动产生的现金流量净额减少32.21%，2011年为68,640.76万元。经营活动现金净流量减少主要是由于2011年公司应收票据、应收账款和存货大幅增加，其中应收票据增长了235.96%，应收账款增幅47.45%，存货增加了20.28%，2011年公司经营活动现金净流出量较2010年增长了36.55%。从公司现金收入实现的质量来看，公司现金收入比率2009~2011年均值为113.48%，2011年现金收入比由2010年的114.63%下降到111.07%，但总体收入质量仍较高。

投资活动方面，公司2011年投资活动现金净流量为-275,462.09万元，较上年出现大幅减少，数额较上年减少了140,255.67万元，降幅达到103.73%，公司2011年IPO承诺募集资金项目购买了大量的设备，使得购买固定资产使用金额增长105.12%。

筹资活动方面，公司2011年IPO成功，实际募集资金净额313,138.42万元，公司2011年筹资活动现金流入大幅增长，达到811,745.13万元，增幅达193.60%，大规模的筹资活动现金流入相应带动了筹资活动净流量的增加，2011年公司筹资活动现金净流量达到了323,758.77万元，较上年大幅增长了约357.10%。2009、2010年公司经营活动现金均小于投资所需的现金，对外筹资依赖性较强，2011年因为IPO募集大量资金，形成的资金流入才能够覆盖投资所需。

2012年上半年，公司经营活动现金流净额为12,624.00万元，同比下降了84.63%；主要是由于行业产能过剩，公司存货比年初增加了77.77%，同时应收账款比年初增加了56.84%；投资活动支出继续保持较大规模，投资活动现金流量净流出121,810.0万元；由于公司借款增加，公司2012年上半年筹资活动净额为45,730.29万元。

总体看，随着经营环境的改善，公司销售商品收到的现金不断增加，公司经营活动现金流入规模大，收入实现质量较高。近年来由于公司加大了募集资金项目的投入，投资活动现金呈现净流出状态。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2009~2011年，公司流动比率和速动比率呈上升趋势，2011年分别为1.38和1.11，较2010年大幅提升，处于行业较高水平；2010年和2011年公司经营现金流动负债比率分别为38.00%、17.61%，2011年出现大幅下滑，主要是由于公司经营性净现金流大幅下滑所致。

目前公司的负债仅为一些经营性流动负债。2009~2011年，公司经营现金流动负债比分别为27.50%、38.00%和17.61%，经营活动现金流对短期负债的保护程度较好。另外，考虑到公司现有较为充裕的现金类资产以及较大规模的收入和现金流，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2009~2011年，伴随盈利能力的提高，公司EBITDA呈上升趋势，近三年分别为66,931.89万元、176,344.13万元和201,531.69万元。受有息债务规模上升的影响，公司2011年EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比略有下降，分别为31.15倍和0.88；经营现金债务保护倍数为0.30；筹资活动前现金流量净额债务保护倍数为-0.90。公司EBITDA对全部债务和利息的保护程度较好，但公司的经营性现金流对债务的保障能力一般。

截至2012年6月底，公司不存在任何对外担保的情况。同时公司与多家银行保持良好的合作关系，公司获得银行授信共计129.72亿元，已使用28.78亿，未来随着公司固定资产、无形资产的增加，公司得到的贷款授信限额也会相应提高，融资渠道畅通。

总体看，公司目前银行借款规模适中，整体偿债压力较轻；近年来公司营业收入稳定增长，

收入质量较高，整体盈利能力强。作为上交所的上市公司，公司具有广泛的外部融资渠道。目前公司与多家银行有融洽的合作关系，外部流动性较好，公司整体具备很强的偿债能力和风险抵御能力。

八、本期公司偿债能力分析

1. 本期公司债的发行对目前负债的影响

截至2012年6月30日，公司长短期债务为288,935.71万元，本期拟发行公司债额度为130,000万元，此次债券发行募集资金将用于补充流动资金和偿还银行借款，将有利于公司改善债务结构。以2012年6月30日财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为16.79%、37.71%和45.11%，负债水平有所上升，但仍处于较低水平。

2. 本期公司债偿债能力分析

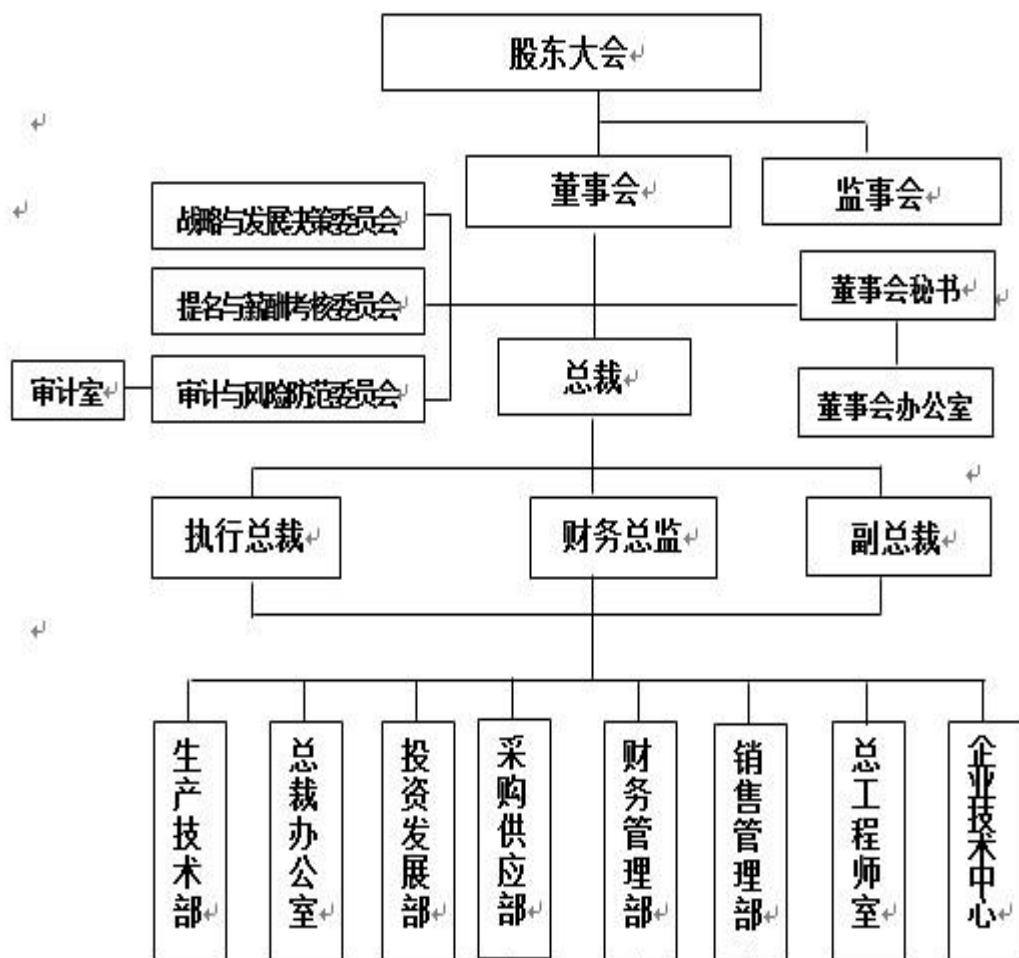
以2011年底相关财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本期计划发行130,000万元公司债的保护倍数分别为1.55倍、17.50倍和0.53倍。总体看，上述三项指标对本期债券的覆盖程度较高，经营活动现金流入量对本期公司债保障倍数很高，对此次债券偿还具有很强的保障；同时随着公司IPO承诺项目逐步有产出利润后，偿债能力将会进一步得到加强。

综合来看，本期债券的发行对于公司深入产业链上游环节具有重大意义，对提升企业竞争力产生积极的影响。考虑到公司规模、市场知名度、行业地位、产品竞争力等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、综合评价

作为我国支柱产业的纺织工业受到国家政策的大力支持。公司发展历史长，是国内最大的涤纶长丝生产企业，在研发及生产设备、原料采购、产品质量、成本管理方面具有一定的优势；公司资产质量较好，资产周转效率较高，盈利能力较强，整体债务负担较轻。同时，联合评级也关注到公司经营受石油价格波动影响较大、行业竞争激烈等不利因素。基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期拟发行的不超过13亿元公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 桐昆集团股份有限公司组织结构图



附件 2 截至 2012 年 6 月 30 日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	5000.00	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%
桐乡市中洲贸易有限责任公司	1995.8.22	100.00	金属材料（除贵金属）、机械设备及配件、水道、建筑材料、化工原料（除危险品）、纺织原料（除皮棉、茧、白厂丝）、化学纤维原料、五金交电、家用电器、文具用品（除危险品）、针纺织品、百货、鞋帽、服装及辅料（除危险品）的批发	100.00%
恒隆国际贸易有限公司	2008.1.9	195.00（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	5 万里拉	各种规格的涤纶长丝	92.00%
桐乡锦瑞化纤有限公司	2003.5.12	215.00（万美元）	生产、销售差别化化学纤维	75.00%
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	3,780.00 万美元	差别化纤维及聚酯纤维的生产、销售	75.00%
桐乡市三星化纤有限公司	2001.5.31	1,000.00	化纤丝生产、销售；经营本企业自产产品及技术的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料及技术的进口业务，但国家限制公司经营或禁止进出口的商品及技术除外	51.00%
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%
桐昆集团浙江恒腾差别化纤维有限公司	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%[注]

[注]：桐乡恒益纸塑有限公司由公司控股子公司桐乡市恒昌纸塑有限公司持有其75%股权。

附件 3-1 桐昆集团股份有限公司
2009 年~2012 年 6 月末合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动资产：					
货币资金	40,492.96	66,874.69	184,016.10	113.18	120,186.21
交易性金融资产	179.22	2,554.85	0.00	-100.00	90.12
应收票据	21,113.72	45,606.07	153,217.44	169.38	69,295.94
应收账款	7,422.04	6,513.00	9,603.51	13.75	15,062.50
预付款项	11,890.93	66,604.32	80,921.01	160.87	105,194.73
应收利息	0.00	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应收款	2,141.49	1,355.30	5,171.34	55.40	5,323.62
存货	77,731.89	88,732.41	106,729.13	17.18	189,730.91
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
流动资产合计	160,972.25	278,240.64	539,658.53	83.10	504,884.04
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00		0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产	217,058.04	243,306.06	289,647.91	15.52	280,634.92
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00		0.00
在建工程	3,222.20	30,642.61	231,457.64	747.54	318,921.91
工程物资	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产	11,674.33	20,870.15	23,959.90	43.26	25,618.26
开发支出	0.00	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00		0.00
递延所得税资产	215.40	403.70	498.72	52.16	446.39
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	232,169.97	295,222.51	545,564.16	53.29	625,621.48
资产总计	393,142.22	573,463.15	1,085,222.69	66.14	1,130,505.52

附件3-2 桐昆集团股份有限公司

2009 年~2012 年 6 月末合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动负债：					
短期借款	72,044.81	119,253.46	189,901.61	62.35	245,632.45
交易性金融负债	0.00	0.00	610.68		0.00
应付票据	57,400.00	21,000.00	23,000.00	-36.70	28,300.00
应付账款	75,902.45	86,583.94	152,257.88	41.63	174,244.58
预收款项	4,237.98	7,659.17	7,872.21	36.29	17,094.26
应付职工薪酬	1,718.84	1,621.13	1,586.24	-3.93	1,547.40
应交税费	-4,293.77	13,597.40	664.74		-48,467.93
应付利息	93.49	176.62	864.79	204.14	655.97
应付股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应付款	3,462.51	2,633.43	4,448.78	13.35	4,542.00
一年内到期的非流动负债	0.00	13,940.65	8,506.22		4,269.31
其他流动负债	0.00	0.00	0.00		1,152.73
流动负债合计	210,566.31	266,465.80	389,713.14	36.04	428,970.77
非流动负债：					
长期借款	23,869.80	15,940.65	6,575.23	-47.52	9,581.23
应付债券	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	0.36	41.59	0.00	-100.00	0.00
其他非流动负债	670.32	1,290.28	1,228.58	35.38	0.00
非流动负债合计	24,540.47	17,272.52	7,803.81	-43.61	9,581.23
负债合计	235,106.78	283,738.31	397,516.95	30.03	438,551.99
所有者权益：					
股本	32,000.00	36,180.00	96,360.00	73.53	96,360.00
资本公积	10,174.53	26,469.34	279,427.76	424.06	279,695.16
减：库存股	0.00	0.00	0.00		0.00
专项储备	0.00	0.00	0.00		0.00
盈余公积	10,259.29	12,683.06	20,249.91	40.49	20,249.91
未分配利润	90,221.50	188,979.28	254,892.42	68.08	262,441.56
外币报表折算差额	-12.60	-33.02	-65.05	127.23	-63.15
归属于母公司所有者权益合计	142,642.73	264,278.66	650,865.04	113.61	658,683.47
少数股东权益	15,392.71	25,446.18	36,840.70	54.71	33,270.05
所有者权益合计	158,035.44	289,724.84	687,705.74	108.60	691,953.52
负债和所有者权益总计	393,142.22	573,463.15	1,085,222.69	66.14	1,130,505.52

附件 3-3 桐昆集团股份有限公司
2009 年～2012 年上半年合并利润表
(单位：人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 1～ 6 月
一、营业收入	932,168.18	1,470,239.24	2,011,846.83	46.91	910,561.51
减：营业成本	869,184.58	1,296,479.76	1,798,145.02	43.83	869,021.88
营业税金及附加	1,274.75	2,659.14	3,718.15	70.79	427.63
销售费用	2,907.31	2,836.74	3,626.44	11.68	2,637.89
管理费用	18,396.89	25,994.73	53,045.09	69.80	18,991.55
财务费用	3,913.83	3,464.43	-1,684.15		7,175.14
资产减值损失	162.44	84.77	502.83	75.94	215.73
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	2.38	274.88	-887.93		606.68
投资收益（损失以“－”号填列）	718.33	1,382.12	-363.56		208.99
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00		0.00
汇兑收益（损失以“－”号添列）	0.00	0.00	0.00		0.00
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	37,049.09	140,376.66	153,241.97	103.38	12,907.35
加：营业外收入	3,245.50	4,649.31	9,087.57	67.33	960.47
减：营业外支出	1,465.07	2,585.08	2,873.73	40.05	1,178.13
其中：非流动资产处置损失	5,951.56	116.77	25.19	-93.49	1.07
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	38,829.52	142,440.89	159,455.81	102.65	12,689.70
减：所得税费用	3,816.34	22,484.07	35,135.68	203.42	3,824.42
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	35,013.18	119,956.82	124,320.14	88.43	8,865.28
其中：归属于母公司所有者的净利润	33,101.73	109,181.54	112,024.00	83.96	7,549.13
少数股东损益	1,911.45	10,775.28	12,296.14	153.63	1,316.14
五、每股收益：					
（一）基本每股收益	1.03	1.55	1.23	9.28	0.08
（二）稀释每股收益	1.03	1.55	1.23	9.28	0.08
六、其他综合收益	-0.57	-20.42	-32.03	648.96	1.90
七、综合收益总额	35,012.61	119,936.40	124,288.10	88.41	8,867.18
归属于母公司所有者的综合收益总额	33,101.15	109,161.12	111,991.97	83.94	7,551.04
归属于少数股东的综合收益总额	1,911.45	10,775.28	12,296.14	153.63	1,316.14

附件 3-4 桐昆集团股份有限公司
2009 年～2012 年上半年合并现金流量表
 （单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 1～ 6 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	1,069,567.68	1,685,305.82	2,234,547.88	44.54	1,140,420.89
收到的税费返还	1,569.54	2,101.57	6,088.04	96.95	4,468.06
收到其他与经营活动有关的现金	102,994.76	29,636.26	34,343.55	-42.26	4,373.55
经营活动现金流入小计	1,174,131.98	1,717,043.65	2,274,979.47	39.20	1,149,262.51
购买商品、接受劳务支付的现金	968,113.98	1,524,153.94	2,059,905.44	45.87	1,065,985.01
支付给职工以及为职工支付的现金	26,209.22	35,874.06	47,646.29	34.83	28,963.28
支付的各项税费	14,177.52	33,592.70	66,966.27	117.33	29,886.54
支付其他与经营活动有关的现金	107,726.65	22,167.71	31,820.70	-45.65	11,803.68
经营活动现金流出小计	1,116,227.37	1,615,788.41	2,206,338.71	40.59	1,136,638.51
经营活动产生的现金流量净额	57,904.61	101,255.24	68,640.76	8.88	12,624.00
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	248.02	1,558.96	2,967.50	245.90	2,004.99
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	466.84	540.93	196.67	-35.09	160.15
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	938.78	0.00	0.00	-100.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	416.00	774.00	90.00	-53.49	0.00
投资活动现金流入小计	2,069.64	2,873.90	3,254.18	25.39	2,165.14
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	57,094.46	135,367.72	277,662.79	120.53	120,981.09
投资支付的现金	176.85	2,277.59	1,053.47	144.07	1,890.12
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	435.00	0.00		1,104.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
投资活动现金流出小计	57,271.31	138,080.31	278,716.26	120.60	123,975.21
投资活动产生的现金流量净额	-55,201.67	-135,206.42	-275,462.09	123.39	-121,810.07
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	3,308.30	20,482.00	313,138.42	872.89	0.00
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
取得借款收到的现金	244,176.11	255,999.86	498,606.71	42.90	367,211.41
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
筹资活动现金流入小计	247,484.41	276,481.86	811,745.13	81.11	367,211.41
偿还债务支付的现金	233,513.73	192,864.95	442,758.41	37.70	312,711.48
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,092.68	12,788.77	45,227.96	232.43	8,769.64
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
筹资活动现金流出小计	237,606.41	205,653.72	487,986.36	43.31	321,481.12
筹资活动产生的现金流量净额	9,878.00	70,828.15	323,758.77	472.50	45,730.29
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-0.57	-20.42	-32.03	648.96	1.90
五、现金及现金等价物净增加额	12,580.37	36,856.55	116,905.41	204.83	-63,453.89
加：期初现金及现金等价物余额	16,587.77	29,168.14	66,024.69	99.51	182,930.10
六、期末现金及现金等价物余额	29,168.14	66,024.69	182,930.10	150.43	119,476.21

附件 3-5 桐昆集团股份有限公司
2009 年～2012 年上半年合并现金流量表补充资料
 （单位：人民币万元）

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 1～6 月
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：					
净利润	35,013.18	119,956.82	124,320.14	88.43	8,865.28
加：资产减值准备	162.44	84.77	502.83	75.94	215.73
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	23,598.79	28,972.89	35,128.56	22.01	19,414.69
无形资产摊销	257.06	352.46	508.06	40.59	348.00
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	0.00		0.00
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）	-62.03	22.06	-98.79	26.20	-39.59
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）	0.48	0.00	0.00	-100.00	0.00
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）	-2.38	-274.88	887.93		-606.68
财务费用（收益以“－”号填列）	2,762.91	4,577.89	6,439.25	52.66	6,462.82
投资损失（收益以“－”号填列）	-718.33	-1,382.12	363.56		-208.99
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-32.97	-188.30	-95.02	69.77	0.00
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）	0.36	41.23	-41.59		0.00
存货的减少（增加以“－”号填列）	-39,134.20	-12,161.71	-17,996.72	-32.19	-83,187.81
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-10,028.59	-34,448.10	-115,284.19	239.05	85,982.27
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	46,087.89	-4,297.78	34,006.74	-14.10	-24,621.73
其他	0.00	0.00	0.00		0.00
经营活动产生的现金流量净额	57,904.61	101,255.24	68,640.76	8.88	12,624.00
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：					
债务转为资本	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00		0.00
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00		0.00
3. 现金及现金等价物净变动情况：					
现金的期末余额	29,168.62	66,024.69	182,930.10	150.43	119,476.21
减：现金的期初余额	16,587.77	29,168.14	66,024.69	99.51	182,930.10
加：现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00		0.00
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00		0.00
现金及现金等价物净增加额	12,580.85	36,856.55	116,905.41	204.83	-63,453.89

附件 3-6 桐昆集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 6 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	135.18	199.79	236.41	70.05
存货周转次数(次)	14.66	15.58	18.40	5.86
总资产周转次数(次)	2.74	3.04	2.43	0.82
现金收入比率(%)	114.74	114.63	111.07	125.24
盈利能力				
总资本收益率(%)	14.50	32.30	19.00	1.60
总资产报酬率(%)	12.68	30.42	20.00	1.71
净资产收益率(%)	25.04	53.58	25.44	1.29
主营业务毛利率(%)	6.87	11.93	10.64	4.66
营业利润率(%)	6.62	11.64	10.44	4.52
费用收入比(%)	2.71	2.20	2.73	3.16
财务构成				
资产负债率(%)	59.80	49.48	36.63	38.79
全部债务资本化比率(%)	49.24	37.00	24.95	29.46
长期债务资本化比率(%)	13.12	5.22	0.95	1.37
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	15.76	38.52	31.15	6.12
EBITDA 全部债务比(倍)	0.44	1.04	0.88	0.13
经营现金债务保护倍数(倍)	0.38	0.60	0.30	0.04
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.02	-0.20	-0.90	-0.38
流动比率(倍)	0.76	1.04	1.38	1.18
速动比率(倍)	0.40	0.71	1.11	0.73
现金短期债务比(倍)	0.48	0.75	1.52	0.68
经营现金流动负债比率(%)	27.50	38.00	17.61	2.94
经营现金利息偿还能力(倍)	13.64	22.12	10.61	2.01
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.64	-7.42	-31.96	-17.41
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.51	1.36	1.55	0.30

附件 4 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	
333 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	
总资产收益率	(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 / 本期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 / 本期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 / 本期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 5 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。

联合信用评级有限公司关于 桐昆集团股份有限公司 2012 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，每年对桐昆集团股份有限公司 2012 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

桐昆集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。桐昆集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注桐昆集团股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现桐昆集团股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如桐昆集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至桐昆集团股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送桐昆集团股份有限公司、监管部门、交易机构等。

