

信用等级公告

联合[2006] 077 号

联合资信评估有限公司通过对江苏阳光集团有限公司 2006 年度信用状况进行综合分析和评估, 确定

江苏阳光集团有限公司
2006 年度企业主体信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零六年八月二日



地址: 北京市朝阳区安慧里四区 15 楼五矿大厦 16 层 (100101)
电话: 010-64912118
传真: 010-64912663
<http://www.lianheratings.com.cn>

江苏阳光集团有限公司

2006 年度企业主体信用评级分析报告

评级结果:

AA

评级时间:

2006 年 8 月 2 日

主要数据:

项 目	2003 年	2004 年	2005 年
资产总额(万元)	1080381.52	1132252.49	1283443.01
所有者权益(万元)	388324.08	471361.37	515802.69
主营业务收入(万元)	392623.55	445888.91	691141.72
利润总额(万元)	36617.32	41444.89	60090.57
资产负债比率(%)	52.64	43.60	43.91
全部债务资本化比率(%)	42.87	35.17	30.89
净资产收益率(%)	5.10	4.74	5.80
流动比率(%)	170.24	177.00	188.71
EBITDA 利息倍数(倍)	6.41	11.63	6.14
债务保护倍数(倍)	0.09	0.11	0.17

分析员

刘小平 李宝臣

电话

8610-64912118-830

传真

8610-64912663

地址

100101

北京市朝阳区安慧里四区 15 号楼

五矿大厦 16 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

HTTP: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评级观点

纺织业是我国传统支柱产业,得到了国家和地方政府的支持。公司目前是全球最大的毛纺生产企业,具有较大的规模和较强的综合实力,竞争优势明显。公司法人治理结构完善,内控制度健全并能有效运行,整体管理水平较高。公司近年来在做大做强毛纺服装主业的同时,拓展了房地产、热电、农林生态、生物医药等业务,通过实施多元化经营模式,在一定程度上分散了经营风险。目前公司整体经营状况良好,经营效率较高,资产质量优良,债务负担较轻,短期偿债能力强。总体看,公司整体信用风险小。

优势

1. 公司整体规模大,主导产品品牌知名度高,销售网络覆盖面广,市场份额较大。
2. 公司注重技术研发和产品创新,生产技术和装备水平在同行业中处于领先水平,技术优势明显。
3. 公司存货质量优良,流动性好。

关注:

1. 毛纺服装行业竞争激烈,毛利水平低;人民币升值对公司的出口量和盈利能力将产生一定的影响。
2. 公司对进口羊毛依赖程度较高,且供应渠道较为单一,生产经营活动易受市场价格波动和进口贸易政策的影响。

一、主体概况

江苏阳光集团有限公司（以下简称“阳光集团”或“公司”）前身是成立于1986年的江阴市精毛纺厂，是一家由新桥镇投资的乡镇企业。1993年7月，经江苏省经济体制改革委员会批准同意，组建了“江苏阳光集团公司”。2001年3月经江苏省江阴市人民政府农村集体资产管理办公室批准，江苏阳光集团公司改制成江苏阳光集团有限公司。目前，公司注册资本为67387.30万元，股权结构为：江阴阳光投资有限公司，持股51%；江阴创新投资管理有限公司，持股19%；江阴银丰投资有限公司，持股18%；江阴百江资产经营有限公司，持股12%。经过20年的发展，公司已经成为一家以毛纺织服装为主业，涉及房地产、热电、生态农林、生物医药等产业的大型综合性企业集团。公司先后被评为江苏省重点企业集团、国家级重点企业集团，是纺织行业中国家重点扶持的33家企业排头兵之一。

公司经营范围：呢绒、毛纱、针织绒、绒线、羊毛衫、服装、针织品、纺织工业专用设备及配件、砖瓦的制造、加工；染整；洗毛；纺织原料（不含籽棉）、金属材料、建材、玻璃纺机配件、五金、电器、通讯器材（不含无线电发射装置及卫星电视广播地面接收设施）、煤炭的销售；自营和代理各类商品及技术的进出口业务。

公司内设财务部、审计部、投资部、企业管理部、原料部、供应部、销售部（国内销售）、国际贸易部、生产技术部、技术研究所、设计中心、安保部、设备部等20个职能部门。截至2005年底，公司拥有全资及控股子公司10家（按合并口径，见附件1，下同），其中下属企业江苏阳光股份有限公司（以下简称“阳光股份”，股票代码600220）于1999年9月在上海证券交易所上市。阳光股份是目前国内最大的精毛纺生产企业、国家重点高新技术企业。

截止2005年底，公司（合并）资产总额

1283443.01万元，所有者权益515802.69万元。2005年实现主营业务收入691141.72万元，利润总额60090.57万元，经营活动产生的现金流量净额45657.55万元，现金及现金等价物净增加额-68972.38万元。公司现有员工15000人。

公司注册地址：江苏省江阴市新桥镇马嘶桥；法定代表人：陆克平。

二、行业分析

1. 行业现状

纺织工业是我国传统支柱产业，在国民经济发展中占有重要地位。长期以来，纺织业在满足国内消费需求、增加出口创汇、积累建设资金以及促进相关产业配套等方面发挥了重要的作用，在我国的工业化进程中具有相当重要的地位。改革开放20多年来，在国家相关政策的扶持下，纺织工业进入快速发展时期，总体规模高速扩张，棉布、棉纱、毛纺、服装、羊绒等主要纺织品产量跃居世界首位，纺织工业在国民经济中的比重大幅提高，纺织品连续多年列出口大宗产品的首位。

据国家统计局公布的数据，2006年1~5月份我国规模以上纺织行业企业数量为38000家，实现工业总产值9055亿元，同比增长23.48%；实现销售收入8655亿元，同比增长23.76%；完成利润总额277.70亿元，比2005年同期增加70.40亿元，同比增长33.96%；完成出口交货值2333.1亿元，同比增长14.43%；行业整体从业人数1003.29万人，同比增长5.83%。由此可见，纺织行业增长势头良好。

（1）毛纺行业

近几年，我国精毛纺企业在加大技术改造和技术开发投入的同时，积极调整产品结构，产品品质也有了较大提高，国际竞争实力不断增强。

总量稳定增长

根据国家统计局公布的数据，2006年1~5

月份我国规模以上毛纺行业企业数量 974 家，实现工业总产值 326.81 亿元，同比增长 22.99%；资产合计 725.58 亿元，同比增长 11.21%；实现销售收入 315.67 亿元，同比增长 24.33%；完成利润总额 12.21 亿元，比 2005 年同期增加 3.33 亿元，同比增长 37.47%；完成出口交货值 61.4 亿元，同比增长 15.73%；行业整体从业人数 26.76 万人，同比增长 1.74%。

出口保持良好态势

据中国海关的统计数据，2006 年 1~5 月份毛制纺织品及服装出口总额 20.39 亿美元，同比增长 22.15%，占纺织品及服装出口总额 507.87 亿美元的 4.02%，其中：毛制纺织品出口总额 7.03 亿美元，同比减少 0.71%，占纺织品出口总额的 3.54%；毛制服装出口总额 13.36 亿美元，同比增长 39.01%，占服装出口总额的 4.32%。

经济运行质量有所改善

2006 年 1~5 月，我国毛纺行业产品实现销售收入为 315.67 亿元，产品销售成本为 284.37 亿元，产品销售税金及附加为 1.45 亿元，实现利润总额为 12.21 亿元，利润率（利润总额/销售收入）为 3.87%，较 2005 年同期提高 0.7 个百分点。销售费用 4.34 亿元，同比增长 18.98%，管理费用 9.55 亿元，同比增长 13.73%，财务费用 4.45 亿元，同比增长 13.44%，其中利息支出 3.94 亿元，同比增长 12.42%，表明毛纺行业的债务负担仍然较重；三费比率为（三项期间费用/销售收入）5.81%，同比下降 0.48 个百分点，表明期间费用相对降低。

值得注意的是，我国虽已是毛纺大国，但还不是毛纺强国。在新材料研制、新工艺应用、新产品开发等方面，我们还有所不足，在增强抵御风险和参与国际竞争能力等方面，还面临着诸多挑战。

（2）服装行业

2005 年全球纺织品服装全部纳入一体化，世界经济走势、国际市场价格、贸易摩擦及人

民币汇率上升等一系列因素影响着我国服装行业的整体走势。

据国家统计局统计，2006 年 1~5 月我国规模以上服装鞋帽行业企业数量为 12264 家，实现工业总产值 2168 亿元，同比增长 24.94%；资产合计 3224 亿元，同比增长 17.81%；实现销售收入 2043 亿元，同比增长 25.48%；完成利润总额 84.78 亿元，比 2005 年同期增加 20.52 亿元，同比增长 31.94%；行业整体从业人数 355.02 万人，同比增长 7.51%。2006 年 1~5 月我国服装产量 61.02 亿件，同比增长 11.32%。显示服装行业整体发展较快。

根据中国海关统计，2006 年 1~5 月份我国服装出口总额 309.08 亿美元，同比增长 27.32%，占纺织品及服装出口总额的 60.86%，1~5 月份服装进口总额 6.45 亿美元，同比增长 30.71%，占纺织品及服装进口总额的 9.29%，服装贸易增长状况良好。

未来，随着服装内外两个市场层次化、区别化日益明显，服装生产的区域性调整步伐将会加速，沿海发达地区将逐渐把附加值较低、技术含量较低的产品生产向内陆省市转移。

综合来看，尽管国际市场的不确定性因素给服装行业正常有序的发展带来影响，但国内经济的平稳快速发展、国际贸易环境的日趋改善、内需的强劲增长以及环保意识的逐步增强，促使服装消费结构不断升级，对服装行业的健康发展具有较大的支持和拉动作用。

2. 行业前景

行业发展环境总体趋好

全球纺织品贸易配额取消后，对世界纺织服装生产供应市场的总体格局将产生一定的影响，部分纺织品的投资与贸易将逐步向最佳生产资源配置的地区流动。相对于配额时代，纺织服装行业将在更加公平、健康、自由的贸易环境下发展。

出口创汇支柱地位

国际贸易促进了全球纺织产业的国际分工

和产业调整。西欧、北美和日本是世界纺织品服装的主要消费市场，而以中国为主的亚洲发展中国家则是世界纺织品服装的制造中心。我国与发达国家纺织业的相互依存度高，借助较低的劳动力成本和较完整的制造加工产业链等优势，使得纺织品成为我国最具比较优势的大宗出口产品之一。总体看，我国纺织工业在国际市场的优势和贸易地位十分重要，今后相当长的时期内纺织工业仍将是我国出口创汇的支柱产业之一，但出口增幅可能减缓，总体运行不会出现大波动。

贸易摩擦加剧

随着配额取消进入“后配额时代”，纺织品服装出口潜力集中释放，短时间内对欧美地区出口出现高速增长，产生冲击较大。可以预期欧美等国可能会利用各种手段制造贸易摩擦，开展“隐形贸易保护”，采取特保、反倾销等多种形式对我纺织品服装出口实施限制。然而，从提出特保设限的出口产品种类来看，主要集中在对欧美等国国内产业产生较大冲击的纺织品，如棉制品，而公司纺织产业中主导产品主要是精纺呢绒面料和高档西装，新一轮贸易保护政策对公司纺织产业影响相对较小。

环保“绿色壁垒”

随着环保事业的全球化发展，绿色产品及消费开始成为主导国际贸易的新潮流，对环境质量的需求已成为消费者提高生活质量的具体目标之一，“绿色环保”的科学理念正在融入纺织服装的加工、生产以及消费，环境保护现在正成为一种新兴的非关税壁垒，即“绿色壁垒”。预计具有较高科技含量、附加值，倡导绿色环保的生态毛纺服装产品的市场将增长较快。

人民币升值

自2005年我国主动推动人民币升值2%的情况下，截至2006年7月，人民币对美元升值约3.5%，而且依然面临来自各方面的升值压力。人民币升值对于毛纺服装的出口以及行业整体利润水平将构成较大影响。

综合来看，在新的国际和国内竞争格局下，

毛纺服装行业面临众多机遇与挑战，国家宏观调控、能源涨价、电力紧缺等等的的影响，大大增加了毛纺产品市场的不确定性。但毛纺行业生产、销售仍保持较高的增长势头，国内毛纺市场销售平稳，出口增长强劲。总体来看，毛纺服装行业未来发展前景广阔。

三、基础素质分析

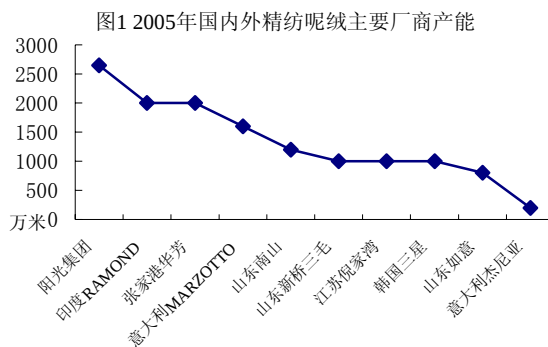
1. 竞争实力

自成立起20年来，公司在做大做强毛纺服装产业的同时，拓展了房地产、热电、生态农林、生物医药等产业，形成了多元化的产业格局。在国家统计局颁布的“2005年度中国企业500强”评比中，公司位居第227位，列纺织和服装及鞋帽产品制造业第2位。

公司的整体竞争力集中体现在毛纺服装主业领域的规模优势、产品优势、技术优势和设备优势等方面。

规模优势

目前公司主业领域精纺纱锭16万锭，年生产精纺呢绒面料2650万米、服装180万套、毛条/毛纱2万吨、牛仔布5000万米。与国内外同行业2005年底产能相比（见图1），公司具有较强的规模优势。据中国毛纺织行业协会的统计，公司2005年精纺呢绒面料全程配套生产量居世界第一，是全球最大的毛纺生产企业；在2004～2005年度中国毛纺织行业销售收入排名中，公司位居第一，据国家纺织工业局统计，目前公司主导产品精纺呢绒面料占全国总产量的10%以上，市场占有率在国内位居第一。



资料来源：根据公司提供的资料整理

产品优势

公司是亚洲第一家经国际羊毛组织认定的超细羊毛织物品质标准企业。目前，公司已形成了100支、120支、150支、180支等高织哗叽、花呢系列以及羊绒、休闲、功能性系列等20大系列8000多个品种体系。公司主导产品精纺呢绒面料和高档服装先后获部优产品4只、省优产品20只，国家级新品3只、省级新品9只，并连续四年（2001~2004年）获得国家技术监督局等部委联合授予的“最畅销国产商品金桥奖”第一名。“阳光”商标已成为中国驰名商标，“阳光”品牌被评为2005~2006年度商务部重点培育和发展的出口品牌。

技术优势

公司通过加大研发投入、与科研院所合作研究等措施，不断提升公司的核心技术优势。公司先后建立了博士后科研工作站、国家级技术中心、国家级毛纺新材料工程技术研究中心、江苏省毛纺技术开发中心，形成了“一站三中心”的技术创新平台和有层次、有重点的较为完善的技术创新体系。同时，公司与清华大学、中国服装大学等20多所高校合作，建立了产品开发、技术攻关和产、学、研一体化的技术创新机制。2005年公司在毛纺服装领域研发投入占其销售收入的3.0%。

在技术创新体系和创新机制的保证下，公司开发出了包括代表国际先进水平的180支超细高支精纺呢绒面料在内的多个新型产品。目前，公司共有4个项目被列入国家863计划、10个项目被列入国家高新火炬计划、18个项目被列入国家级新产品计划，拥有5个国家重点技术创新项目，29项核心技术申报了国家专利（其中2项已经获得国家发明专利）。目前，公司是我国承担国家科技研发项目最多的毛纺企业。

设备优势

公司拥有国际最新水平的面料计算机CAD辅助设计系统、瑞士DATACOLOR测色系统、瑞士USTER系列纱线测试分析系统，

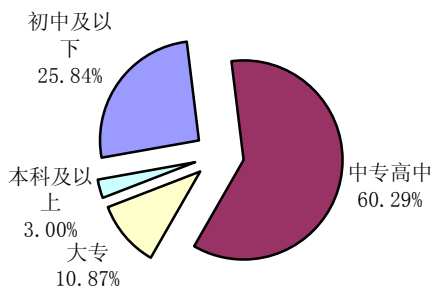
和国际一流的测试仪器，如瑞士OFDA100纤维细度扫描仪、英国INSTRON5565万能强力仪、德国XENOTEXT产品颜色牢固度日晒仿真仪、德国卡迈耶ROM试样整经机，配有24台瑞士苏尔寿最新电脑剑杆织机，公司拥有35条国际一流的成衣生产线。

综合来看，公司主业领域生产规模大、主导产品品质竞争实力强、品牌和市场优势明显；公司注重技术研发和产品创新，生产技术和装备水平在同行业中处于领先水平，比较优势明显。可以看出，公司在国内外毛纺服装领域综合竞争实力强。

2. 人员素质

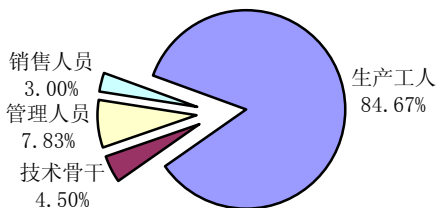
截至2005年底，公司共有员工15000人。按学历构成划分（见图2），公司员工中大学本科及以上学历的共450人，大专学历的共1630人，高中、中专（含技校）学历的共9044人，初中及以下3876人。

图2 公司员工学历构成



按专业构成划分，公司拥有管理人员1175人，技术骨干675人，生产工人12700人，销售人员450人（见图3）。

图3 公司员工专业构成



此外，公司还从意大利、英国、澳大利亚等国家和地区外聘常年驻公司的高级管理人员、高级服装设计人员和技术人才 12 人。

公司现有董事、监事、总经理和副总经理共 8 人。董事长兼总经理陆克平先生，现年 62 岁，高级经济师，曾任江阴市精毛纺厂厂长兼党支部书记，第九届、十届全国政协委员，曾先后获得“全国乡镇企业家”、“江苏省劳动模范”、“江苏省优秀企业家”、7 次“无锡市优秀企业家”、“优秀厂长(经理)”等荣誉称号。陆先生是公司的主要创始人之一，长期在纺织行业中担任管理职务，熟悉国家和地方有关纺织行业的产业政策和法规，具有丰富的企业管理经验、较强的组织能力和超前的开拓创新意识。公司其他高层管理人员也都具有长期从事相关工作的业务和管理经验，整体素质较高。

总体看，公司人员整体文化素质不高，以生产人员为主，符合公司所处的纺织行业劳动密集型特点。公司通过引进高级人才和技术骨干，形成了多层次、多元化的人才梯队结构。公司目前的人才结构和人才储备，基本适应公司发展的需求。

四、管理分析

1. 管理体制

公司根据《公司法》等相关法律、法规的要求，建立健全了股东会、董事会、监事会、经理层分权制衡的法人治理结构；股东会、董事会议事规则符合相关的法律、法规和规范性文件的规定；公司实行董事会领导下的总经理负责制，并采取总经理办公会议的方式，对重大经营管理活动进行科学决策，以降低决策风险；公司内设 20 个职能部门，内部职责分工明晰，组织机构设置和职能的分工符合内部控制的要求。

母子公司管理体制方面，公司本部对下属控股子公司由公司本部派出董事长或总经理、财务负责人，对子公司的生产经营情况和财务

情况具体负责。同时，公司本部对子公司生产经营情况定期进行检查、审核，建立子公司重大事项跟踪机制，及时了解子公司的财务、生产运行情况，并提出相关的建议，从而保证子公司科学决策、规范管理以及安全运行。

2. 内部控制

财务管理方面，公司根据自身情况制定了《内部财务管理制度》，公司内部财务管理实行总经理统一领导下，以各级职能部门分级管理、权责明确、激励和约束相结合的科学管理体制。公司财务总监负责日常财务管理，财务部在财务总监的直接领导下开展财务活动。公司的财务管理以预算管理为中心，通过严格执行财务预算管理办法，层层落实预算管理责任，强化增收节支机制。目前公司预算管理的执行水平较高，基本能够确保成本目标的可控。在对子公司的财务和资金管理方面，公司本部对下属非上市公司实施资金统管制，同时通过开展财务整顿、加强审计监督等措施，规范下属公司的财务行为。

对外投资方面，公司建立了严格的审查和决策程序，组织有关专家和专业人员对投资项目的风险程度、增值能力和综合效益进行论证评审，并报董事会批准。公司董事会根据其风险投资权限，全权处置公司最近一期经审计的净资产额 15% 以下金额的对外投资事宜；超过公司最近一期经审计净资产额 15% 的对外投资，由公司股东会审议通过。公司通过严格执行对外投资管理制度，引导投资方向，基本能够确保投资效益的可靠性和稳定性。

安全生产和环境保护方面，公司本部设有安保部，在子公司内也设置相应部门、配备安全和环保监督人员。公司每年自上而下层层确立安全生产目标并签订责任书，开展业绩评估工作。公司近三年安全生产形势稳定，安全指标完成情况良好。此外，公司根据自身的实际情况，改变了传统的治废方法，对在毛纺服装生产过程中产生的废水和电厂发电过程中排放的 SO₂ 等废物，采用以废治废工艺，利用碱性

洗毛废水进行电厂脱硫预处理，效果良好。

人力资源管理方面，公司制定了一套行之有效的选聘、考核、激励和约束机制，人力资源管理体制运作规范。在选聘机制上，公司董事会决定高级管理人员的聘任，并在中高层管理人员中，建立了“开拓创新者升、平庸无能者下、以权谋私者下”的机制；在考核机制上，董事会按年度对公司管理人员的业绩和履职情况进行考评，每半年组织一次职工大会对公司高级管理人员进行民主考核；在激励机制上，公司高级管理人员实行年薪制，部分高级管理人员是本公司内部职工股股东；在约束机制上，公司根据《公司章程》、《劳动合同》、经营管理层议事规则及内部控制制度对高级管理人员的履职行为、权限、职责等作了相应的约束。

总体看，公司法人治理结构较为完善，母子公司管理制度较为健全，并能够有效运行；公司内控机制较为完善，执行力较强，整体管理水平较高。

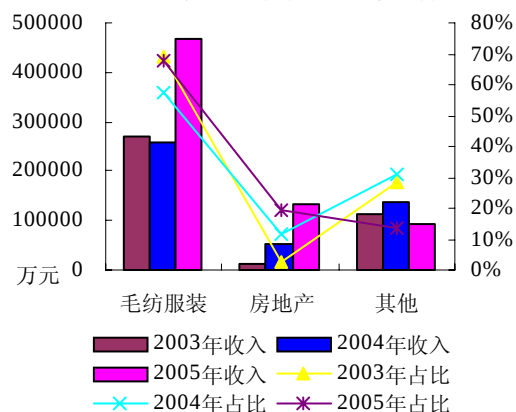
五、经营分析

1. 经营现状

公司是一家以毛纺服装为主业，集房地产、热电、生态农林、生物医药等产业为一体的国家重点企业集团，主要业务可以划分为毛纺服装、房地产及其他业务三个板块。

从 2003~2005 年公司主营业务收入构成情况（见图 4）看，毛纺服装属于公司绝对主导产业，收入占比分别为 69%、58%和 67%，保持稳定发展态势；房地产板块的销售收入占比由 2003 年的 3%增加到 2005 年的 19%，呈现出逐步增长的趋势；其他业务板块销售收入占比由 2003 年的 28%下降到 2005 年的 14%，呈明显下降趋势。

图 4 近三年主要业务板块销售收入构成



数据来源：根据公司提供资料整理

（1）毛纺服装

公司拥有洗毛、毛条制造、染色、纺纱、织造、染整、服装制造等全程配套工艺流程，目前是中国毛纺行业内生产规模最大、花色品种最多、技术装备最好的企业之一。

原料采购

公司主导产品精纺呢绒所需原材料高级羊毛 90% 从澳大利亚进口，公司下设原料部和供应部，具体负责原材料的采购供应。由于羊毛采购量较大，公司在与原料供应商谈判时议价能力较强，通常能获得较优惠的价格。对有多个生产基地的原料供应商，公司会与之确定 CIF 价格，由供应商选择发货点并承担运费，从而降低运输成本的不确定性。在采购的结算方式上，进口通常采用信用证、T/T 汇款，国内采购通常采用银行承兑汇票等银行结算方式。

羊毛是毛纺织行业的主要原料，公司对进口羊毛具有高度依赖性，因此进口羊毛价格的波动成为影响公司盈利的重要因素。从世界羊毛主产地——澳大利亚羊毛指数走势看，2005 年末澳大利亚东部羊毛指数比年初下跌 15% 左右。由于近年来世界羊毛产量略有增产，预计 2006 年羊毛价格走势和 2005 年大致相同，或略有下跌，这将有利于公司毛纺服装产业生产成本的降低和盈利空间的拓展。

由于公司在羊毛采购时易受到市场价格波动、进出口政策变化和原材料供应渠道单一等

因素的影响，在经营过程中，公司主要采取了如下几个应对措施，以分散或化解经营风险：

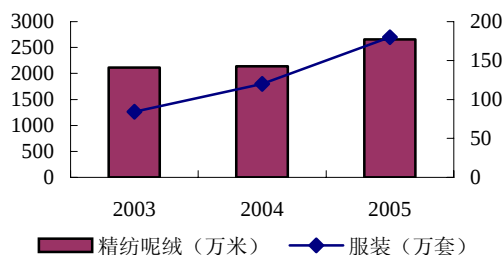
①通过规模采购，利用国际、国内两个渠道平抑价格波动；②在羊毛采购淡季价位较低时适度增加原材料储备，公司正常情况下维持供应3个月生产约2500吨的原材料库存；③公司从稳定和扩大原料来源以及进行内部挖潜两方面着手，以减小原材料价格变动以及供应渠道单一可能给公司生产经营带来的负面影响。

生产加工

公司坚持“立足高起点，利用高科技，发展高精尖，创出高效益”的宗旨，先后引进法国、意大利、德国、瑞士、比利时等国家先进的羊毛洗涤、毛条制造、毛条染色、纺纱、织造、后整理生产设备，实现了“洗毛→制条→条染复精梳→纺纱→织造→染整→成检→成品”生产装备全程现代化。针对毛纺织行业在环保方面的有关要求和限制，公司在环保、技术方面加大投入、强化管理，于1999年和2000年先后通过了ISO9001质量体系认证、ISO14001环境管理体系认证，2004年通过清洁生产审核，自2001年起连续四年被评为“绿色”企业，先后被江苏省环保厅授予“省环保先进企业”、“省清洁文明生产企业”称号。

公司在2001~2003年，通过“引进关键纺织染整设备及技术软件欧洲名牌风格替代进口技术”和“引进关键设备开发生产功能性产品和新型呢绒替代进口技术”等项目改造，使生产能力大幅度提高，2003~2005年公司精纺呢绒和服装生产情况见图5。近三年公司开发了一系列新产品，进一步保持了公司产品的竞争优势。

图5 公司近三年产品产量情况

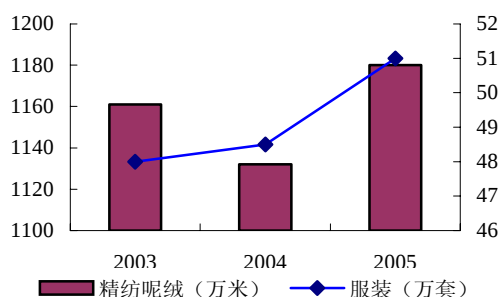


产品销售

公司设立国内销售部和外贸部分别负责国内销售和产品出口。

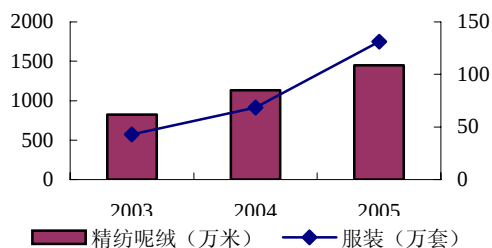
国内销售部分：公司总部内销部共有销售人员178名，并在全中国除台湾以外的地区、直辖市共建立17家分公司、58家直接代理商、230家间接代理商，建立了基本覆盖全国的营销网络。2003~2005年公司精纺呢绒和服装国内销售情况见图6，从图6可以看出，2004年公司精纺呢绒国内销售略有下降，但结合下述出口部分销售情况，总量仍呈上升态势。

图6 公司近三年产品国内销售情况



出口部分：公司经国家商务部批准，在美国纽约、意大利米兰、俄罗斯莫斯科、日本东京等地成立了销售公司以及对外办事处，公司外贸部共有销售人员272人。公司毛纺服装出口市场主要为日本、美国以及欧盟，这三个市场占到了公司整个产品出口量的95%以上，在出口份额上，这三大市场各占三分之一左右。2003~2005年公司精纺呢绒和服装出口情况见图7，呈现平稳增长趋势。2005年出口量达到了公司产品产量的60%以上。2005年公司出口的产品在日本高档全毛面料和服装市场上所占市场份额达到了七分之一，在欧盟和美国市场上也形成了很大的影响力。

图7 公司近三年产品出口情况



(2) 房地产

公司下属房地产子公司包括江苏阳光置业有限公司、江阴利昌房地产开发有限公司和南京建辉房地产开发有限公司，注册资本分别为2亿元、200万美元和3.5亿元，拥有每年300万平方米的房地产开发能力。公司已开发了江阴丽都花园、名雅居等项目，成为江阴市第一家国家康居示范工程，开发了江阴市首个一次性规划的园林生活居住区，并取得了较好的收益。2005年公司房地产板块实现销售收入13亿元，较2004年增长153.74%，较2003年增长1081.82%，已逐步成为公司新的利润增长点。

江苏阳光置业有限公司和南京建辉房地产开发有限公司具有国家二级房地产开发资质。江阴利昌房地产开发有限公司自成立以来连续四年（2001-2004年）被江阴市建设局表彰为“先进单位”，被无锡市建设局评为“无锡市房地产十强企业”第四位，被江苏省建设厅和江苏省统计局联合评为“江苏省房地产五十强企业”第十八位。

房地产行业属于国家重点宏观调控的行业之一，具有一定的政策风险。但以下因素对房地产业务有积极作用：第一，宏观上，房地产业作为国民经济的重要支柱，对拉动内需作用明显，因此房地产仍将是投资和消费的热点；第二，受到当地政府政策的倾斜，公司储备土地价格合理；第三，公司现有楼盘位置较好，在无锡、南京、江阴分别占据优越的地理位置；第四，公司在已经开发的项目中积累了丰富的行业经验，并且项目本身在当地业界获得了较高的认同；第五，南京、无锡、江阴经济较为发达，有购房需求的居民现实购买力较强。因此我们认为，公司现有的房地产项目开发、销售前景有较为稳定的预期。

(3) 其他产业

热电方面

公司在江阴开发西区、江阴云亭、盐城大

丰等地，与当地供电局以合资方式投资了三家（按合并口径）热电厂，分别是大丰阳光热电有限公司（以下简称“大丰热电”）、江苏阳光云亭热电有限公司（以下简称“云亭热电”）、江苏阳光石庄热电有限公司（以下简称“石庄热电”）。公司热电企业情况见表1。热电公司发电主要用于满足公司生产、生活用电需要，余下部分供给社会使用。2005年公司热电板块实现销售收入19456.04万元。热电板块属于公司动力支持产业，在公司生产经营中具有基础性保障作用，同时，热电产业可以一定程度上缓解当地用电紧张局面，具有较高的社会效益。

表1 公司主要热电企业情况

热电企业	投资总额 (亿元)	装机容量 (万千瓦)	状况
大丰热电	2	3	已投产
云亭热电	0.7	1.2	收购后进行技改，已投产
石庄热电	3.8	5	已投产
合计	6.5	9.2	

生态农林方面

公司下属江苏阳光生态农林开发股份公司（以下简称“生态农林公司”），投资开发占地160余亩的阳光高科技生态农林园，以园林花木的综合开发利用为主体，以农业特色资源开发和新品种引进、森林生态环境建设、现代农艺技术和成果示范为主线，建设一个以企业化运作的大规模的集园林绿化、生态养殖、无公害蔬菜深加工、农产品贸易、休闲观光、科技示范于一体的生态园林型的可持续发展的农业示范基地。

2005年生态农林公司以绿化、园建工程为突破口，主要销售树木和苗木，提供绿化工程服务，全年共承建绿化工程近20个，共申请专利7项，其中发明专利5项、外观设计2项并于2004年被评为国家级华东地区兰科植物种质资源基地、江苏省省级农业龙头企业和江苏省农业科技示范园区。2005年公司生态农林板块实现销售收入19930.51万元。

生态农林行业属于国家鼓励支持的行业，替代品较少，市场需求比较稳定，行业风险较小，但公司生态农林产业的供应商和客户较为集中，存在一定的经营风险。

综合看，当今全球越来越崇尚自然、强调绿色的人居环境，生态农林产业将凸显出巨大的经济效益和社会价值，可以预期生态农林产业具有较好的发展前景。

生物制药方面

公司下属江苏阳生生物工程有限公司（以下简称“阳生生物”），是由公司与美国波士顿大学合作的中外合资企业，目前已逐步成为集生物药、化学药、中药于一体的生物医药企业。公司开发的国际原创性皮肤组织工程项目——德莫林，应用于各种皮肤创面的愈合治疗，已通过国家药监局的产品注册，处于世界先进水平，被列入国家高技术产业化项目，申报的中国和国际专利已获得受理，填补了中国和国际在该领域的空白。目前公司生物制药板块正处于市场开拓期，产品未正式推向市场，考虑到生物制药行业属于国家鼓励的高新技术产业，同时阳生生物作为中外合资企业享有如税收等方面的诸多优惠政策，加之目前开展的项目在原创性皮肤创伤治疗领域具有极高的技术垄断特征，公司生物制药板块未来将有一个较好的发展前景。

总体看，公司经过二十年的发展，构建了以毛纺服装为主导产业，在做大做强毛纺服装主导产业、锻造“阳光”国际、国内知名品牌的同 时，实现了房地产、热电、生态农林、生物医药等产业全面发展的格局；公司作为毛纺行业的龙头企业，主营业务突出；其他业务板块虽有较好前景，但近期由于规模限制，尚不足以对公司整体业绩产生大的影响。

2. 经营效率

表 2 为公司近三年发展及经营状况，公司近三年资产总额、所有者权益稳步增长，年均增长率分别为 8.99%和 15.25%；主营业务收入、

利润总额则有较大幅度增长，年均增长率分别达到 32.68%和 28.10%，整体发展速度较快，且增长质量较好。

从经营效率的主要指标来看，管理费用率有较大幅度下降，成本率稳中有降，销售债权周转次数、总资产周转次数有明显增加，近年来由于毛纺服装产品库存和房地产板块存货的逐年增加，公司存货周转次数相应下降，可以预计随着公司房地产项目的陆续销售，存货周转次数将有所提高。总体看，公司整体经营效率较高。

表 2 公司近三年发展情况及经营效率

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
主营业务收入	392623.55	445888.91	691141.72	32.68
利润总额	36617.32	41444.89	60090.57	28.10
所有者权益	388324.08	471361.37	515802.69	15.25
资产总额	1080381.52	1132252.49	1283443.01	8.99
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
管理费用率 (%)	3.74	3.75	2.91	3.46
成本率 (%)	92.18	91.99	91.21	91.79
销售债权周转次数 (次)	4.19	3.24	5.12	4.19
存货周转次数 (次)	2.35	1.83	1.46	1.88
总资产周转次数 (次)	0.36	0.39	0.54	0.43

3. 风险关注

(1) 毛利水平降低

由于精纺呢绒市场前景良好、附加值较高，从而刺激原有生产企业竞相扩大生产能力，新的厂家也不断加入，国内竞争将日趋激烈，导致公司毛纺服装内销毛利率降低；此外，国内多数纺织企业几乎完全依靠代理商出口，形成了多头出口、以量取胜、压价竞销的局面。近两年公司毛纺服装产品虽然出口量已大于国内销量，在国际上具有规模优势，但大多服装以贴牌出口为主，缺乏品牌优势。因此较大的市场压力导致公司毛纺服装产业外销毛利率水平降低。2003~2005 年公司毛纺服装综合毛利率呈现逐年下降趋势，三年分别为 19.81%、17.32%和 12.11%。

(2) 人民币升值的影响

2005 年 7 月，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。截至 2006 年 6 月，人民币对美元升值接近 3.5%，人民币升值对整个宏观经济乃至全球经济都将产生深远影响。公司作为出口导向型企业，目前出口量已占总产量的 60% 以上，产品的出口量及业绩不可避免将受到人民币升值的影响。与此对照，公司毛纺织服装所需的羊毛原料和主要生产设备需要从国外进口，而羊毛成本和设备折旧约占毛纺织服装企业总成本的 65% 和 10% 左右，人民币升值会导致这两部分成本下降，这在一定程度上能够抵消人民币升值对公司出口的负面影响。

(3) 原材料供应风险

公司对进口羊毛具有高度依赖性，90% 从澳大利亚进口，原材料供应客户较为集中，供应渠道较为单一，公司面临着市场价格波动、进出口政策变化等因素的影响，一旦国际羊毛市场供应关系恶化，可能导致公司生产成本的不确定性，同时对库存管理和年度生产计划的安排也将产生较大的影响，从而可能影响公司正常的生产经营。

(4) 税收优惠问题

阳光集团的三级子公司江苏庞贝制衣有限公司和江阴施威特毛纺织有限公司作为中外合资企业，享受“二免三减半”的优惠政策，目前处于免税期，而 2006 年以后这两家公司将处于所得税收减半期，这对于公司整体的净利润有一定影响。

4. 未来发展

公司未来三年的发展战略是：在巩固和加强毛纺织服装产业主导地位的同时，继续走多元化发展之路，在热电、房地产等方面适度发展，使公司作为国家重点企业集团在毛纺行业继续保领先地位。

公司发展战略的具体目标是：做大做强毛纺织服装主导产业，继续巩固公司在毛纺织业世界第一的位置，提升“阳光”品牌知名度，使阳光品牌打入世界名牌之列；延伸毛纺产业，大力发展牛仔布和牛仔服产业；在做好纺织业的前提下，同时对电力产业在原有基础上，完善设施、降低煤耗、扩大产能，使供电、供汽在为公司提供足够动力支持的前提下，创造更多的经营利润；对房地产业继续做好阳光房地产品牌，提高阳光房地产的知名度。

表 3 列示了公司对 2006~2008 年主要财务数据的预测。公司以 2005 年财务数据为预测基础，对未来两年变化部分的预测依据主要包括：①仅预计截至 2005 年底毛纺织服装、热电、生态农林和生物医药板块已投产并即将带来效益的项目，房地产板块已处于预售阶段的房产项目；②投资方面仅预测了已经确定的 3 个技改项目，对于未来可能出现的新的投资计划因不确定性太大，不纳入预测基础；③考虑 2006 年能通过发行短期融资券筹集资金 20 亿元。

表 3 未来预测

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	未来三年 增长率%
规划投资（万元）	-	50000	55000	60000	9.54
主营业务收入（万元）	691141	809896	912587	1000492	11.12
利润总额（万元）	60090	68104	76212	84330	11.28
净利润（万元）	29893	33353	37030	41075	10.97
折旧（万元）	23806	24000	26000	28000	8.01
摊销（万元）	1443	2000	2000	2000	-
利息支出（万元）	15341	16560	15290	17520	2.86
少数股东权益（万元）	204061	218512	235764	255639	8.16
所有者权益（万元）	515802	549155	586185	627260	6.88
EBITDA（万元）	100680	110664	119502	131850	9.15
短期债务余额（万元）	285559	331500	366500	406500	10.74
长期债务余额（万元）	36200	81018	93018	90000	5.40
指 标	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	未来三年 平均值
全部债务资本化比率（%）	30.89	34.95	35.86	35.99	35.60
净资产收益率（%）	5.80	6.07	6.32	6.55	6.31
EBITDA 利息倍数（倍）	6.56	6.68	7.82	7.53	7.34
债务保护倍数（倍）	0.17	0.14	0.14	0.14	0.14

根据公司预测,公司 2006~2008 年主营业务收入平均增长率为 11.12%,利润总额平均增长率为 11.28%。参照公司 2003~2005 年主营业务 32.68%和利润总额 28.10%的实际增长水平,再结合公司业务未来两年预计发展状况以及下文所做的具体财务分析,我们认为,公司的预测偏于保守,预测目标实现的可能性较大。

六、财务分析

1. 财务报告说明

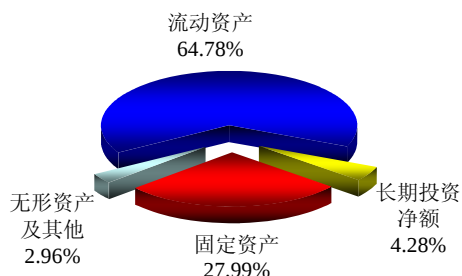
公司提供的 2003~2005 年合并财务报表已经江苏江阴暨阳会计师事务所有限公司审计,该事务所出具了无保留意见的审计报告。

截止2005年底,公司(合并)资产总额为1283443.01万元,负债总额563579.10万元,所有者权益515802.69万元,少数股东权益204061.22万元。2005年实现主营业务收入691141.72万元,利润总额60090.57万元,现金及现金等价物净增加额-68972.38万元。

2. 资产质量分析

近三年公司资产构成相对稳定,其中固定资产占总资产的比例有所上升,流动资产占比略有下降。截止 2005 年底,公司资产总额1283443.01 万元,其中流动资产占 64.78%;固定资产占 27.99%;长期投资占 4.28%;无形资产及其他占 2.96%。公司资产以流动资产为主(见图 8),符合公司经营特点。

图8 2005年公司资产构成情况



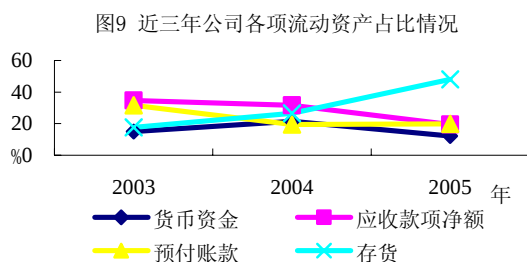
从图 9 看,2003~2005 年公司流动资产结构变化较大,受房地产业务发展的带动,存货

在流动资产中的占比明显上升,货币资金、应收款项净额(含应收账款和其他应收款)、预付账款等科目余额占比相应下降。2005 年底,公司货币资金在流动资产中占比 12.13%,应收款项净额占比 19.36%,预付账款占比 19.89%,存货占比 47.97%。在流动资产中,存货占比最大。

2005 年底公司应收账款总额 147643.03 万元,其中毛纺服装产业应收销售款占比 82.63%。公司应收账款前五大客户欠款金额为 9710.57 万元,占应收账款余额的 6.58%,应收账款比较分散。从账龄分析看,1 年以内的占 72.09%,3 年以上的占 7.26%。公司已对不同账龄的应收款按比例提取坏账准备,2005 年坏账准备余额 16823.43 万元,占应收账款余额的 11.39%。考虑到公司客户主要为国内外知名的面料和服装厂商,信誉度较高,因此应收账款不能收回的风险较小。

2005 年底,公司预付账款 165358.34 万元,主要为预付的毛纺服装产业设备款和羊毛等原材料款、房地产开发项目的土地出让金和工程款等,账龄在一年以内的占 65.62%。

近三年公司存货大幅增长,平均增长率为 67.74%,主要原因在于:一方面,牛仔布生产线的投产、公司毛纺服装产业原材料和产成品增加;另一方面公司近几年房地产板块的土地资源和开发的房产项目增加。2005 年底,公司存货规模达到 398838.95 万元,主要以房地产板块预售房产和土地资源为主,占 70.99%。公司正在预售的房产地理位置优越,市场销售情况良好,房产升值潜力较大;公司拥有的地产受让价格比较优惠,是城市规划的重点发展地块,土地资源跌价的可能性极小。由此可见,公司存货流动性较强,质量优良。



2005 年底，公司长期投资合计 53406.85 万元，主要为股权投资。公司按成本法核算的股权投资企业主要为上海浦东发展银行、海通证券公司等，共计投资额 28854.94 万元；按权益法核算的股权投资企业主要有江苏阳光生物工程有限公司、江苏阳光毛纺技术开发有限公司、华东能源有限公司以及阳光集团下属公司的对外投资，共计投资额 24551.91 万元。2005 年度公司收到上海浦东发展银行的股利分红 172.5 万元，投资收益率 26.33%，按成本法核算的其他被投资企业当年未分配收益；按权益法核算的大部分投资收益为负值，导致公司整体投资收益质量不高。2005 年投资收益为 -1501.14 万元，整体投资收益状况较差。

近三年，公司固定资产年复合增长 35.23%，主要是毛纺服装产业扩充生产车间和增加机械设备以及热电产业新增机组所致。2005 年底固定资产净额为 300074.69 万元，固定资产整体成新率为 73.35%，运行状态良好，其中发电设备的投入为公司毛纺服装产业的发展提供了动力支持，而毛纺服装产业生产设备的增加有利于公司盈利能力的增强；2005 年底在建工程 59103.17 万元，主要为公司信息管理系统项目和高档服装设备和土建项目。

总体看，公司资产结构合理，流动性较高，资产质量良好。

3. 负债和所有者权益结构分析

受留存收益增加和股东增资的影响，近三年公司所有者权益稳定增长，年平均增长率为 15.25%。2005 年底，公司所有者权益 515802.69 万元，其中，实收资本 67387.30 万元，占所有者权益的 13.06%，所占比重较低；资本公积、

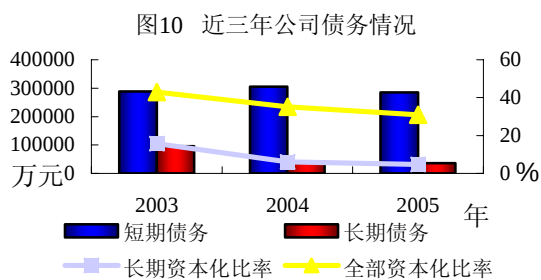
盈余公积和未分配利润分别占所有者权益的 33.37%、18.83%和 34.74%，公司所有者权益以资本公积和未分配利润为主，实收资本比例较低，所有者权益结构稳定性一般。

近三年公司负债总额变化不大，2005 年底为 563579.10 万元，其中流动负债占 78.17%；长期负债占 21.83%，负债结构不尽合理。流动负债中，短期借款 281553.41 万元，占 63.91%；预收账款 85953.60 万元，占流动负债的 19.51%，主要为房地产板块的预售购房款。长期负债构成在近三年变化较大，2003 年和 2004 年以长期借款和未转股的可转债为主，2005 年以长期借款和长期应付款为主，分别占 29.42%和 69.74%，长期应付款主要为非纳入合并报表范围的关联企业资金往来（与非上市公司之间资金往来）。

从表 4 可以看出，从 2004 年起，公司资产负债比率有所下降，主要原因在于公司在 2004 年公司股东江阴阳光投资有限公司通过债权转增资本，增资 38669.40 万元，2005 年底公司资产负债比率为 43.91%，负债水平正常。2005 年底，公司债务资本为 321759.41 万元，其中短期债务占 88.75%，公司近三年有息负债一直以短期债务为主（见图 10）。从图 10 看，近三年公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率逐年减少，2005 年两项指标分别为 4.79%和 30.89%，债务负担较轻。

表 4 财务构成

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
所有者权益	388324.08	471361.37	515802.69	15.25
少数股东权益	123358.54	167244.60	204061.22	28.62
短期债务	288710.51	305264.38	285559.41	-0.55
长期债务	95265.69	41140.86	36200.00	-38.36
债务资本	383976.19	346405.24	321759.41	-8.46
负债总额	568698.90	493646.51	563579.10	-0.45
资产总额	1080381.52	1132252.49	1283443.01	8.99
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
长期债务资本化比率 (%)	15.70	6.05	4.79	8.85
全部债务资本化比率 (%)	42.87	35.17	30.89	36.31
负债比率 (%)	52.64	43.60	43.91	46.72

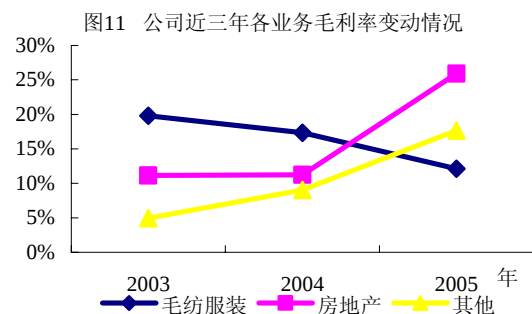


4. 盈利能力分析

2003~2005年，伴随毛纺服装产业产能的增加、具有较高附加值的高档服装的上市以及房地产板块开发项目的陆续完工，公司主营业务收入增长较快，但受能源价格上涨、国内外销售市场竞争激烈、毛利率较低的来料加工业占比增加等综合因素的影响，毛纺服装产业综合毛利率呈现下降趋势，2005年底为12.11%，但仍高于2005年规模以上毛纺织和染整精加工、毛制品制造子行业9.39%的平均水平（根据中国纺织行业协会“2005年1-12月累计规模以上毛纺企业经济指标完成情况汇总”的相关数据计算）。而房地产和其他业务毛利率实现快速增长，2005年底毛利率水平分别为25.91%和17.66%，这在一定程度上抵消了毛纺服装产业毛利率水平降低对公司主营业务利润的负面影响（公司各业务板块毛利率水平变动情况见图11）。2005年公司主营业务利润增速与收入增幅相当，同期各业务整体主营业务利润率为14.15%，主业盈利能力正常。

在主营业务利润规模增长的基础上，由于公司原辅材料销售量的增多，其他业务利润也出现快速增长，三年平均增长率为103.09%。此外，近年来公司加强了对营业费用和管理费用支出的管理，两项费用的增幅明显低于主业利润增幅，平均增长率分别为19.29%和16.41%。值得注意的是，近三年公司财务费用变动较大，主要原因在于：2004年由于有息债务主要用于房地产项目，该部分利息支出不在财务费用中体现，而是直接计入房地产开发成本，因此2004年财务费用比2003年明显减少；但2005年随着房地产开发项目的陆续完工，利

息支出又开始在财务费用中体现，2005年财务费用较2004年明显增加。2003~2005年财务费用平均增长率为33.62%，与主营业务利润的增幅相当。在主营业务利润、其他业务利润和三项期间费用对营业利润的综合影响下，公司近三年营业利润逐年增加，年平均增长率为40.67%，经济效益不断提高。

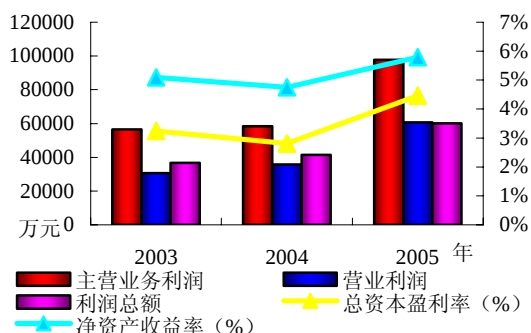


近年来公司投资收益明显下降，2005年底公司投资收益为-1501.14万元，主要原因主要在于：①如前所述，公司通过权益法核算的大部分投资收益为负；②公司长期股权投资差额的逐年摊销；③2005年转让方圆制药股份有限公司、神州细胞有限公司等股权时产生了投资损失。投资收益的大幅下降导致公司利润总额的增长幅度低于营业利润的增长幅度，近三年公司利润总额平均增长率为28.10%。

表5 盈利能力

项 目 (亿元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
主营业务收入	392623.55	445888.91	691141.72	32.68
主营业务利润	56446.43	58444.29	97776.02	31.61
利润总额	36617.32	41444.89	60090.57	28.10
净利润	19787.50	22356.96	29893.63	22.91
利息支出	9177.00	5304.52	16609.59	34.53
少数股东权益	123358.54	167244.60	204061.22	28.62
所有者权益	388324.08	471361.37	515802.69	15.25
债务资本	383976.19	346405.24	321759.41	-8.46
销售商品、提供劳务收到的现金	496549.98	617870.46	837704.97	29.89
指 标 (%)	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
主营业务利润率	14.38	13.11	14.15	13.88
现金收入比率	126.47	138.57	121.21	128.75
总资产收益率	5.11	4.75	7.36	5.74
净资产收益率	5.10	4.74	5.80	5.21

图12 近三年盈利情况



从未来发展看，公司主要业务和总体经营状况将保持良好。毛纺服装方面，公司的纺织染扩能项目和半精纺生产线项目已于2005年底进入调试阶段，预计2006年正常运行，以上两项目投产后，预计公司每年可以增加精纺呢绒面料200万米、半精纺毛纱800万米的产能，并且随着未来几年预计投资的“扩建高档西服生产流水线技术改造项目”、“开发生产高档功能性精纺呢绒面料技术改造项目”和“利用新型纤维开发生产高档针织羊绒纱及多纤维混纺毛纱技术改造项目”逐步完工，毛纺服装的产能将进一步增强，毛利率水平也将有所提高，再加上羊毛等原材料价格预期走低，公司毛纺服装业务收入和利润规模有望进一步扩大；房地产方面，随着望江花苑、蠡湖新城、南京聚宝山庄、丽都六期等开发项目陆续完工和销售，房地产业务板块将成为公司新的利润增长点；此外，生态农林和生物制药等产业也有着良好的市场前景，对公司收入和利润的贡献将逐步增长。因此未来三年公司整体盈利规模将进一步增大，盈利能力进一步增强。表3所列预测数据也反映了这一趋势。如表3所示，2006~2008年公司主营业务收入分别为809896万元、912587万元和1000492万元，利润总额分别为68104万元、76212万元和84330万元，净资产收益率分别为6.07%、6.32%和6.55%。

5. 现金流分析

近三年公司现金及现金等价物净增加额变化较大（见图13），2003~2005年分别为

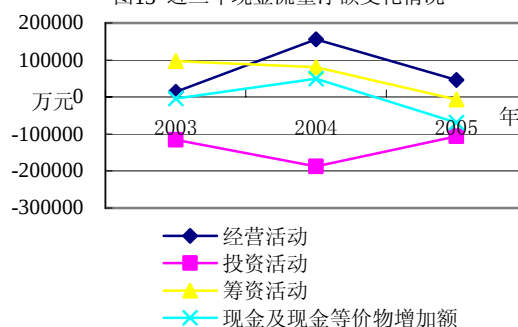
-4397.76万元、49227.19万元和-68972.38万元。

经营活动方面，随着销售收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金逐年增加，且规模较大。近三年公司现金收入比率也保持了较高水平，2005年该指标为121.21%，收入实现质量高。值得注意的是，2004年和2005年公司存在非纳入合并报表范围的关联企业之间资金往来，公司把该往来款在经营活动现金流入流出中反映，并且2005年由于偿还关联企业之间的借款导致当年经营活动现金流出较大，因此，虽然2005年公司经营活动现金流入量达到近三年峰值，但经营活动产生的现金流量净额较2004年有所下降。2005年经营活动产生的现金流量净额为45657.55万元，公司通过经营活动创造现金的能力基本正常。

投资活动方面，公司近几年正处于快速扩张期，纺织染扩能项目和半精纺生产线项目等技改工程的实施、石庄热电和云亭热电机组的新建和技改、对下属参股公司的投资等都使得公司投资活动现金流出量处于较高水平，其中2004年为公司近三年的投资高峰期。2003~2005年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-115410.69万元、-187181.02万元和-106355.00万元。

近三年公司筹资活动现金流量净额变化较大，2005年由于公司偿还债务、分配股利和偿还利息大幅增加，导致了筹资活动现金流出规模大幅上涨，因此当年筹资活动产生的现金流量净额表现为净流出，2005年公司筹资活动产生的现金流量净额为-6634.45万元。

图13 近三年现金流量净额变化情况



6. 偿债能力分析

短期偿债能力方面，公司近三年流动比率呈上升趋势，2005年为188.71%。由于毛纺服装和房地产板块存货的增加导致了公司近三年速动比率下降较快，2005年底为98.18%，但考虑到公司存货质量优良，变现能力较强，2005年底公司速动比率仍处正常水平，短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，公司近三年EBITDA利息倍数有所波动，三年平均值为8.06倍，2005年为6.14倍，利息支付能力基本正常；近三年公司债务保护倍数逐年提高，三年平均值为0.12倍，2005年为0.17倍，公司目前债务保护能力偏弱；近三年筹资活动前现金流量净额债务保护倍数均为负，公司通过经营和投资活动产生的现金流量净额无法偿还债务。

表6 偿债能力

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
流动资产	805893.72	791713.04	831373.94	1.57
流动负债	473393.22	447299.60	440560.99	-3.53
折旧	11692.10	13582.10	23806.62	42.69
摊销	1349.26	1368.08	1505.59	5.63
利息支出	9177.00	5304.52	16609.59	34.53
利润总额	36617.32	41444.89	60090.57	28.10
EBITDA	58835.68	61699.60	102012.37	31.68
筹资活动前现金流量净额	-101511.02	-31335.32	-60697.45	-
总债务	383976.19	346405.24	321759.41	-8.46
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
流动比率 (%)	170.24	177.00	188.71	178.65
速动比率 (%)	140.29	130.15	98.18	122.87
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.41	11.63	6.14	8.06
债务保护倍数 (倍)	0.09	0.11	0.17	0.12
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.26	-0.09	-0.19	-0.18

截至2005年底，公司对外提供担保20500万元，目前被担保企业生产经营正常，所担保资金无任何不良情况发生，预计代偿的可能性不大。

表7反映了截至2006年6月底，公司所有长期债务的偿还期限分布情况。从表9可以看出，

公司长期债务偿还期限分布较为集中。考虑到公司长期债务规模相对较小，即使2007年公司待偿还长期债务余额占2006年6月底现有长期债务余额的71.28%，但与公司现有的盈利规模和经营活动现金流入量水平相比，公司的长期债务偿还压力仍然处于合理范围内。

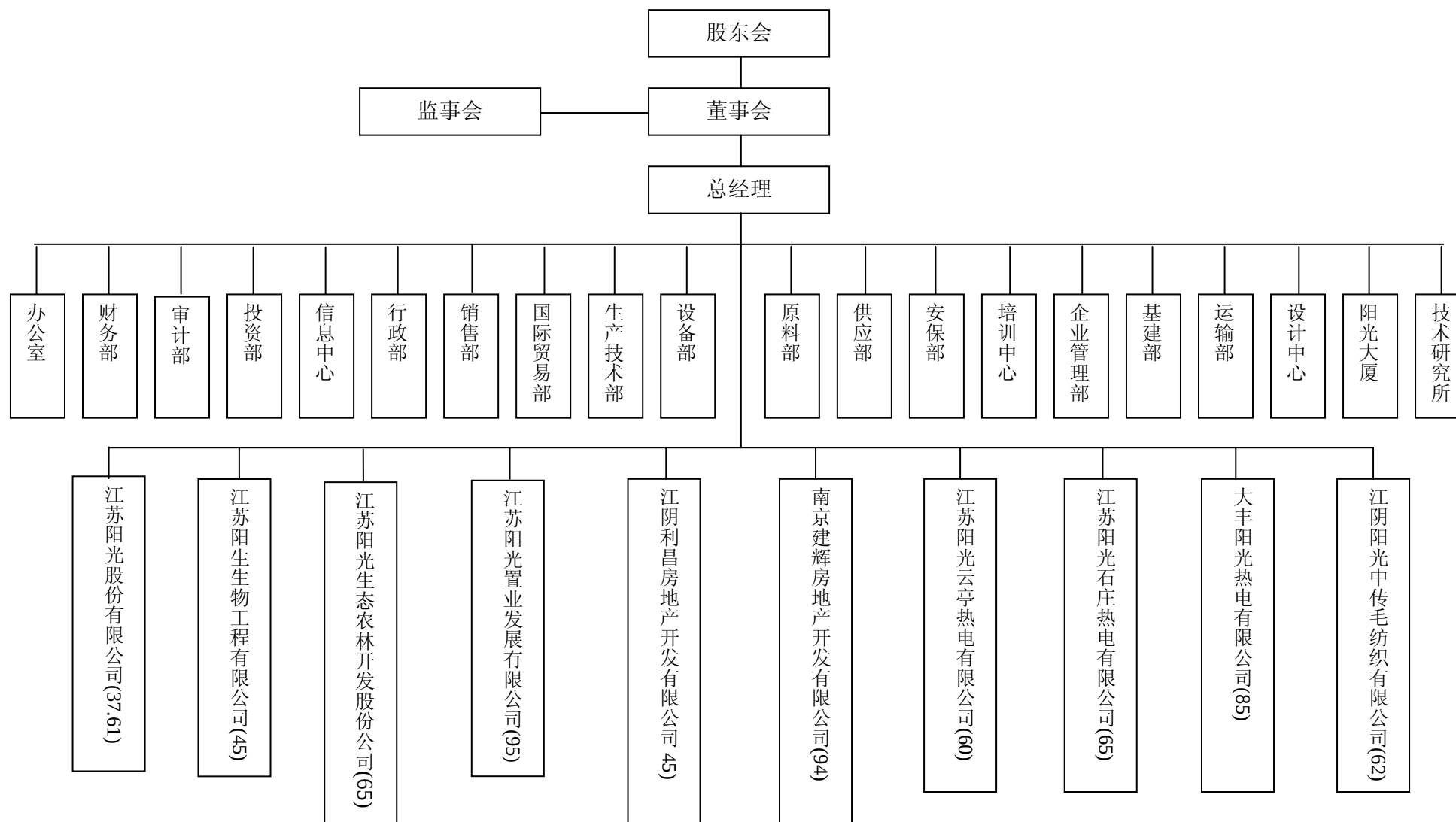
表 7 长期债务偿还期限分布

偿还分布年限 (万元)	长期债务数额	占 2006 年 6 月底 总债务比重
需于 2006 年偿还	-	-
需于 2007 年偿还	42200	71.28%
需于 2008 年偿还	13000	21.96%
需于 2009 年及以后偿还	4000	6.76%
合 计	59200	100%

此外，根据公司未来经营计划和盈利能力预测（见表3），未来三年公司EBITDA值预计为110664万元、119502万元和131850万元，规模较大，相应地，EBITDA值对利息的保护能力较强，未来三年公司EBITDA利息保护倍数平均值为7.34倍；未来三年公司债务保护倍数平均值为0.14倍，考虑到未来三年公司短期债务余额均为总债务的80%左右，公司整体债务偿还能力偏弱。

根据前述分析，公司近年来在做大做强毛纺服装主业的同时，拓展了房地产、热电、农林生态、生物医药等业务，经营优势较为突出，管理水平相对较高，整体经营状况良好。未来几年，随着毛纺服装板块产能的扩大，房地产等业务板块的良好经营预期，预计公司市场竞争力将进一步增强。综合以上情况，我们认为，公司整体信用风险小。

附件 1 江苏阳光集团有限公司组织结构图



附件 2-1 资产负债表(资产)

(单位: 元)

资 产	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	1,205,508,846.19	1,697,780,729.87	1,008,056,966.67	-8.56
短期投资	0.00	12,103,402.96	0.00	
减: 短期投资跌价准备				
短期投资净额	0.00	12,103,402.96	0.00	
应收票据	58,206,710.93	56,752,356.39	40,431,722.60	-16.66
应收股利				
应收利息				
应收账款	877,831,085.24	1,318,879,619.33	1,308,196,051.18	22.08
其他应收款	1,923,536,702.95	1,187,474,689.11	301,229,080.07	-60.43
减: 坏账准备				
应收账款净额	2,801,367,788.19	2,506,354,308.44	1,609,425,131.25	-24.20
预付账款	2,548,057,505.85	1,541,784,002.35	1,653,583,435.35	-19.44
应收出口退税款	27,280,935.77	6,644,848.71	13,636,569.69	-29.30
存货	1,417,495,844.48	2,095,502,552.17	3,988,389,455.50	67.74
减: 存货跌价准备				
存货净额	1,417,495,844.48	2,095,502,552.17	3,988,389,455.50	67.74
待摊费用	1,019,580.59	208,230.00	216,134.68	-53.96
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	8,058,937,212.00	7,917,130,430.89	8,313,739,415.74	1.57
长期投资				
长期股权投资	512,000,375.04	490,776,890.27	534,068,456.31	2.13
长期债权投资				
长期投资合计	512,000,375.04	490,776,890.27	534,068,456.31	2.13
减: 长期投资减值准备				
合并价差		16,668,442.75	15,361,462.91	
长期投资净额	512,000,375.04	507,445,333.02	549,429,919.22	3.59
固定资产				
固定资产原值	2,236,848,687.27	3,290,060,168.83	4,090,732,851.04	35.23
减: 累计折旧	728,589,800.68	966,586,412.09	1,089,985,927.80	22.31
固定资产净值	1,508,258,886.59	2,323,473,756.74	3,000,746,923.24	41.05
固定资产净值减值准备		3,880,000.00		
固定资产净额	1,508,258,886.59	2,319,593,756.74	3,000,746,923.24	41.05
工程物资	1,394,087.00			
在建工程	229,517,227.11	191,437,142.67	591,031,706.60	60.47
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	1,739,170,200.70	2,511,030,899.41	3,591,778,629.84	43.71
无形资产及其他资产				
无形资产	488,128,229.47	380,605,316.88	379,269,211.80	-11.85
开办费				
长期待摊费用	5,579,194.19	6,312,904.77	212,950.00	-80.46
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	493,707,423.66	386,918,221.65	379,482,161.80	-12.33
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	10,803,815,211.40	11,322,524,884.97	12,834,430,126.60	8.99

附件 2-2 资产负债表(负债及股东权益)

(单位: 元)

负债及股东权益	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	2,732,105,054.62	2,523,675,763.09	2,815,534,136.86	1.52
应付票据	155,000,000.00	528,968,000.00	40,060,000.00	-49.16
应付账款	930,291,490.19	461,215,209.22	426,284,441.71	-32.31
预收账款	414,492,110.81	432,863,695.45	859,536,035.31	44.00
代销商品款	0.00	0.00	0.00	
应付工资	27,581,320.26	71,341,180.19	54,664,860.61	40.78
应付福利费	15,601,103.76	6,325,747.66	6,828,548.53	-33.84
应付股利				
应交税金	-3,167,965.88	-24,063,005.66	21,678,174.82	
其他应付款	5,971,014.05	6,037,501.10	3,006,226.07	-29.04
其他应付款	454,441,144.24	464,818,844.22	175,829,278.27	-37.80
预提费用	1,616,908.09	1,813,031.38	2,188,238.25	16.33
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	4,733,932,180.14	4,472,995,966.65	4,405,609,940.43	-3.53
长期负债				
长期借款	276,000,000.00	235,000,000.00	362,000,000.00	14.52
应付债券	676,656,867.67	176,408,611.11	0.00	-100.00
长期应付款	0.00	50,000,000.00	858,000,000.00	
专项应付款	400,000.00	2,060,557.50	10,181,072.00	404.51
住房周转金				
其他长期负债				
长期负债合计	953,056,867.67	463,469,168.61	1,230,181,072.00	13.61
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	5,686,989,047.81	4,936,465,135.26	5,635,791,012.43	-0.45
少数股东权益	1,233,585,391.50	1,672,446,039.45	2,040,612,185.50	28.62
股东权益				
股本	287,179,000.00	645,155,100.00	673,873,000.00	53.18
资本公积	1,282,176,923.36	1,531,004,204.39	1,721,004,204.39	15.86
盈余公积	864,055,366.54	906,852,593.43	971,333,015.09	6.03
其中: 法定盈余公积	571,339,230.03	599,631,771.21	640,980,808.04	5.92
法定公益金	285,673,505.88	300,103,912.67	320,490,404.01	5.92
储备基金	4,684,966.02	4,722,909.33	6,518,850.49	17.96
企业发展基金	2,357,664.61	2,394,000.22	3,342,952.55	19.08
未分配利润	1,449,829,482.19	1,630,601,812.44	1,791,816,709.19	11.17
外币报表折算差额				
股东权益合计	3,883,240,772.09	4,713,613,710.26	5,158,026,928.67	15.25
负债及股东权益合计	10,803,815,211.40	11,322,524,884.97	12,834,430,126.60	8.99

附件3 利润及利润分配表

(单位: 元)

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	3,926,235,514.39	4,458,889,127.50	6,911,417,193.37	32.68
减: 折扣与折让				
主营业务收入净额	3,926,235,514.39	4,458,889,127.50	6,911,417,193.37	32.68
减: 主营业务成本	3,324,249,342.50	3,832,017,629.00	5,840,844,176.01	32.55
主营业务税金及附加	37,521,853.40	42,428,569.45	92,812,815.74	57.28
二、主营业务利润	564,464,318.49	584,442,929.05	977,760,201.62	31.61
加: 其他业务利润	5,299,852.41	12,427,929.05	21,859,087.18	103.09
减: 存货跌价损失				
营业费用	51,801,273.64	58,828,904.93	73,718,626.50	19.29
管理费用	135,289,208.84	153,643,249.41	183,330,614.74	16.41
财务费用	75,742,963.55	27,127,017.38	135,225,045.88	33.62
三、营业利润	306,930,724.87	357,271,686.38	607,345,001.68	40.67
加: 投资收益	53,816,215.16	49,760,551.72	-15,011,414.80	
补贴收入			648,178.86	
营业外收入	5,803,982.58	7,727,046.39	8,536,566.18	21.28
减: 营业外支出	377,674.40	315,345.16	612,620.48	27.36
其他支出				
加: 以前年度调整		5,008.00		
四、利润总额	366,173,248.21	414,448,947.33	600,905,711.44	28.10
减: 所得税	117,869,315.30	133,971,785.25	179,112,157.29	23.27
少数股东损益	50,428,898.70	56,902,153.31	122,857,215.25	56.08
其他		5,451.63	0.00	
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	197,875,034.21	223,569,557.14	298,936,338.90	22.91
加: 年初未分配利润	1,281,921,022.95	1,449,829,482.19	1,630,601,812.44	12.78
其他转入	7,681,414.79		17,863,683.89	52.50
减: 合资企业提取奖福基金				
其他调整因素				
六、可供分配的利润	1,487,477,471.95	1,673,399,039.33	1,947,401,835.23	14.42
减: 提取法定盈余公积	25,030,820.71	28,292,541.18	46,149,846.26	35.78
提取法定公益金	12,551,140.36	14,430,406.79	23,074,923.12	35.59
提取储备金	33,582.88	37,943.31	872,916.63	
提取企业发展基金	32,445.81	36,335.61	487,440.04	
七、可供股东分配的利润	1,449,829,482.19	1,630,601,812.44	1,876,816,709.19	13.78
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利			85,000,000.00	
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	1,449,829,482.19	1,630,601,812.44	1,791,816,709.19	11.17

附件 4-1 现金流量表

(单位: 元)

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
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	4,965,499,834.76	6,178,704,640.48	8,377,049,695.32	29.89
收到的租金				
收到的税费返还	6,896,159.09	34,717,681.41	62,084,653.58	200.05
收到的其他与经营活动有关的现金	109,580,134.50	1,973,450,669.96	1,705,936,026.44	294.56
现金流入小计	5,081,976,128.35	8,186,872,991.85	10,145,070,375.34	41.29
购买商品、接受劳务支付的现金	4,482,444,346.92	6,193,151,862.67	7,986,422,579.84	33.48
经营租赁所支付的现金				
支付给职工以及为职工支付的现金	112,035,864.28	134,831,015.29	253,129,732.05	50.31
支付的各项税费	216,417,702.43	244,736,009.52	267,202,729.12	11.12
支付的其他与经营活动有关的现金	132,081,564.25	55,697,099.01	1,181,739,788.27	199.12
现金流出小计	4,942,979,477.88	6,628,415,986.49	9,688,494,829.28	40.00
经营活动产生的现金流量净额	138,996,650.47	1,558,457,005.36	456,575,546.06	81.24
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	36,510,606.79	193,915,766.70	262,420,580.16	168.10
取得投资收益所收到的现金	37,078,925.44	43,104,127.21	3,418,811.32	-69.63
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	0.00	9,919,985.10	6,739,200.00	
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	42,557,272.54		
现金流入小计	73,589,532.23	289,497,151.55	272,578,591.48	92.46
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	611,211,638.16	489,946,188.59	1,265,696,386.72	43.90
投资所支付的现金	558,829,696.10	1,056,599,701.29	26,209,489.65	-78.34
支付的其他与投资活动有关的现金	57,655,093.62	614,761,463.98	44,222,715.52	-12.42
现金流出小计	1,227,696,427.88	2,161,307,353.86	1,336,128,591.89	4.32
投资活动产生的现金流量净额	-1,154,106,895.65	-1,871,810,202.31	-1,063,550,000.41	
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金	10,592,048.16	738,200,607.28		
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	4,263,066,665.25	4,225,950,585.87	6,866,182,598.49	26.91
收到的其他与筹资活动有关的现金	400,000.00	314,017,377.04	42,596,595.03	931.95
现金流入小计	4,274,058,713.41	5,278,168,570.19	6,908,779,193.52	27.14
偿还债务所支付的现金	3,217,868,463.43	4,410,239,597.40	6,623,732,835.83	43.47
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利、利润或偿还利息所支付的现金	86,828,106.46	42,362,954.71	340,080,501.97	97.91
子公司支付少数股东的权利		13,084,230.54		
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.00	7,723,242.99	11,310,329.00	
现金流出小计	3,304,696,569.89	4,473,410,025.64	6,975,123,666.80	45.28
筹资活动产生的现金流量净额	969,362,143.52	804,758,544.55	-66,344,473.28	
四、汇率变动对现金的影响	1,770,518.00	866,536.08	-16,404,835.57	
五、现金及现金等价物净增加额	-43,977,583.66	492,271,883.68	-689,723,763.20	

附件4-2 现金流量表补充资料

(单位: 元)

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
债务转为资本	158,158,000.00	329,000,000.00	487,906,873.40	75.64
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	197,875,034.21	223,569,557.14	298,936,338.90	22.91
加: 少数股东损益	50,428,898.70	56,902,153.31	122,857,215.25	56.08
计提的资产减值准备	9,658,984.08	2,082,322.44	23,649,218.06	56.47
固定资产折旧	116,920,959.12	135,821,042.96	238,066,165.00	42.69
无形资产摊销、	13,492,586.46	13,420,381.04	14,430,966.00	3.42
长期待摊费用摊销	0.00	260,384.46	624,953.37	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	-81,863.78	19,040.13	-6,230,491.20	
待摊费用减少(减:增加)	-5,579,194.19	811,350.59	-7,904.68	-96.24
预提费用增加(减:减少)	738,516.61	196,123.29	375,206.87	-28.72
固定资产报废损失				
财务费用	68,194,399.31	49,800,079.25	153,412,130.49	49.99
投资损失(减:收益)	-53,816,215.16	-49,760,551.72	15,011,414.80	
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-204,151,769.39	-678,006,707.69	-1,892,886,903.33	204.50
经营性应收项目的减少(减:增加)	344,844,246.24	2,139,021,077.89	-609,906,784.73	
经营性应付项目的增加(减:减少)	-405,107,125.93	-336,049,448.49	2,095,384,853.02	
其他		370,200.76	2,859,168.24	
经营活动产生的现金流量净额	138,996,650.47	1,558,457,005.36	456,575,546.06	81.24
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	1,205,508,846.19	1,697,780,729.87	1,008,056,966.67	-8.56
减: 货币资金的期初余额	1,249,486,429.85	1,205,508,846.19	1,697,780,729.87	16.57
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	-43,977,583.66	492,271,883.68	-689,723,763.20	

附件 5 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
净资产年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率 = $[(\text{本期}/\text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
销售债权周转次数	主营业务收入净额 / (期末应收账款 + 期末应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 期末存货
总资产周转次数	主营业务收入净额 / 期末资产总计
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
总资本盈利率	(利润总额 + 利息支出) / (股东权益 + 少数股东权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 股东权益 × 100%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 100%
资产负债比率	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 + 股东权益 + 少数股东权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 股东权益 + 少数股东权益) × 100%
长期偿债能力	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 支出利息
债务保护倍数	(净利润 + 固定资产折旧 + 摊销) / 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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润 + 固定资产折旧 + 摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (当年利息支出 + 当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

EBITDA = 利润总额 + 利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

全部债务 = (长期债务 + 短期债务)

筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额

附件 6 长期信用等级符号设置及其含义

企业长期信用等级分成 10 级，分别用 AAA 级、AA 级、A 级、BBB 级、BB 级、B 级、CCC 级、CC 级、C 级和 D 级表示，其中 AA-CCC 级可用“+”、“-”号微调。等级含义如下表：

级别设置	含 义
AAA 级	AAA 级企业为最高级企业，其还本付息能力最强。
AA 级	AA 级企业属高级企业，其还本付息能力很强，基本无风险。
A 级	A 级企业还本付息能力较强，尽管其还本付息能力易受内外部不确定因素不良变化的影响，但风险较低。
BBB 级	BBB 级企业还本付息能力一般，内外部不确定因素不良变化易弱化其还本付息能力，投资风险一般，是正常情况下所能接受的最低信用等级。
BB、B、CCC 和 CC 级	BB、B、CCC 和 CC 级企业属于投机级企业。BB 级企业的投机性最低，CC 级企业的投机性最高。投机级企业的还本付息能力在内外部不确定因素不断变化的情况下，具有很大的不确定性，违约风险很大。
C 级	C 级企业濒临违约，其还本付息的能力极弱。
D 级	D 级企业属违约企业。