

信用等级公告

联合[2009] 160

联合资信评估有限公司通过对江苏阳光集团有限公司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
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十月二十二日



信用评级报告声明

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、江苏阳光集团有限公司主体长期信用等级自 2009 年 10 月 22 日至 2010 年 10 月 21 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内江苏阳光集团有限公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零零九年十月二十二日



江苏阳光集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：AA⁻

评级展望：稳定

评级时间：2009 年 10 月 22 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	2009.6
资产总额(亿元)	160.07	164.98	198.30	208.86
所有者权益(亿元)	55.18	59.84	67.45	82.62
长期债务(亿元)	4.52	6.73	24.14	21.49
全部债务(亿元)	47.42	75.74	79.06	62.56
主营业务收入(亿元)	77.86	91.09	70.83	45.15
利润总额(亿元)	7.38	9.46	9.07	20.95
EBITDA(亿元)	12.39	15.91	16.40	--
主营业务利润率(%)	15.18	16.18	14.43	15.63
净资产收益率(%)	5.98	8.36	8.12	--
资产负债率(%)	50.79	49.81	51.37	47.24
全部债务资本化比率(%)	37.58	47.77	45.05	36.21
流动比率(%)	173.67	117.80	165.57	183.04
全部债务/EBITDA(倍)	3.83	4.76	4.82	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.99	5.09	4.64	--

注：公司财务报表采用旧会计准则编制。2007 年 11 月公司转让了房地产业务重要子公司江苏阳光置业发展有限公司，但 2008 年 12 月公司将其回购，在 2007 年合并报表中，公司合并了江苏阳光置业发展有限公司当年 1-11 月的利润和现金流，在 2008 年报表中，公司只合并了其 2008 年底的资产和负债。合并范围的变化导致 2008 年利润表和现金流量表相关数据与前 2 年可比性不强。

分析师

刘小平 李慧鹏

lianhe@lianheratings.com.cn

电话：010-85679696

传真：010-85679688

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层（100022）

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对江苏阳光集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为全球最大的精纺呢绒生产企业，在行业地位、品牌、规模和科研技术等方面的优势。虽然 2008 年原材料价格攀升、人民币升值以及全球经济增速下滑对公司毛纺服装业务产生了不利影响，但公司凭借其较强的价格转移能力，以及大幅增长的国内订单业务，有效缓解了同期业绩大幅下滑的风险；加之 2009 年以来公司房地产业务的纳入以及房地产市场的回暖助推了公司经营业绩的提升，同时投资收益的增长进一步强化了公司的盈利和偿债指标，降低了公司的债务负担。联合资信也关注到纺织行业景气程度的下滑、新投产的多晶硅价格下跌、房地产业务业绩波动较大、投资收益持续性较低等因素对公司信用水平的不利影响。

随着全球经济的企稳回升，公司主导产业毛纺服装业务有望保持良好增长态势，同时公司后续资本性支出相对较少，公司整体偿债能力有望增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司是全球最大的毛纺生产企业，生产设备和先进技术，品牌和规模优势显著。

2. 公司较强的价格转移能力有效化解了成本上涨压力，快速增长的国内订单有力拉动了业绩的增长。

3. 公司投资的多晶硅项目所在地资源储量丰富，在同行业中具有成本优势。

4. 公司盈利能力和偿债能力强，债务负担较轻。

关注

1. 纺织行业景气度下滑，出口低迷，原材料及劳动力成本攀升等外部环境对公司造成不利影响。

2. 公司利润总额对投资收益依赖程度较高，盈利能力不稳定。

3. 公司近年先后涉足地产、生态农林、多晶硅、有线电子等多项领域，主营业务结构变动较大，经营管理难度增加。

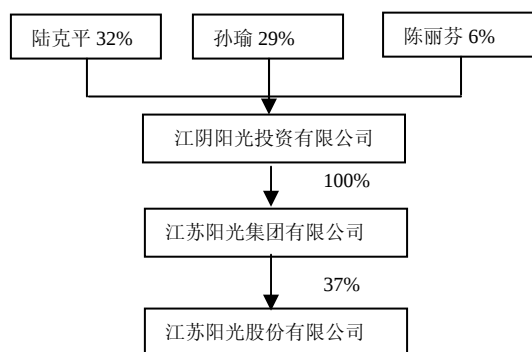
4. 2008 年以来，多晶硅价格下跌，公司新投产项目运营前景存在不确定性；房地产业绩也出现波动。

5. 公司资金使用效率不高，资金管理有待加强。

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，是由新桥镇投资的乡镇企业。1993 年 7 月，经江苏省经济体制改革委员会批准同意，组建了“江苏阳光集团公司”。2001 年 3 月经江苏省江阴市人民政府农村集体资产管理办公室批准，江苏阳光集团公司改制成江苏阳光集团有限公司，公司性质变为有限责任公司。截至 2008 年底，公司注册资本为 67387.30 万元，江阴阳光投资有限公司持股 100%。公司实际控制人为陆克平先生（见图 1）。

图 1 截至 2008 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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

公司内设 17 个职能部门。截至 2008 年底，公司拥有全资及控股子公司 13 家（见附件 1），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。

截至 2008 年底，公司（合并）资产总额 198.30 亿元，所有者权益 67.45 亿元；2008 年公司实现主营业务收入 70.83 亿元，利润总额 9.07 亿元；2008 年公司经营活动产生的现金流

净额为 20.41 亿元；截至 2009 年 6 月底，公司（合并）资产总额 208.86 亿元，所有者权益 82.62 亿元；2009 年上半年公司实现主营业务收入 45.15 亿元，利润总额 20.95 亿元；2009 年上半年公司经营活动产生的现金流量净额为 5.55 亿元。

截至 2008 年底，公司本部资产总额 108.43 亿元，所有者权益 67.73 亿元；2008 年公司本部实现主营业务收入 34.42 亿元，投资收益 4.17 亿元，利润总额 7.15 亿元；2008 年公司本部经营活动产生的现金流量净额为 12.41 亿元。截至 2009 年 6 月底，公司本部资产总额 116.00 亿元，所有者权益 82.90 亿元；2009 年上半年公司本部实现主营业务收入 17.72 亿元，投资收益 18.01 亿元，利润总额 19.74 亿元；2009 年上半年公司本部经营活动产生的现金流量净额为 17.40 亿元。

公司注册地址：江苏省江阴市新桥镇陶新路 18 号；法定代表人：陆克平。

二、行业分析

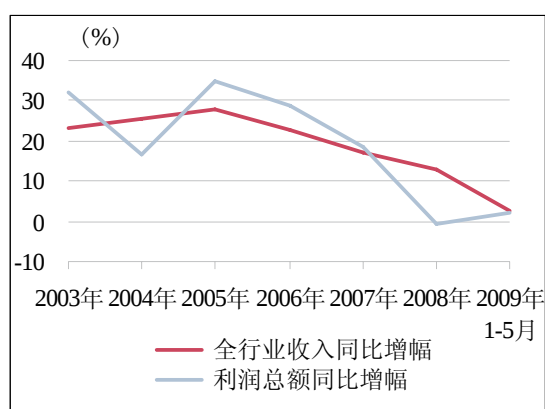
2008 年，公司毛纺服装业务在主营业务收入中占比 82.97%，在营业毛利（营业毛利=主营业务收入-主营业务成本）中占比 83.86%。公司主导业务所属行业为纺织服装行业中的毛精纺子行业。

1. 行业概况

纺织服装行业是典型的劳动密集型行业，2001 年中国加入 WTO 后，得益于劳动力成本方面的显著优势，中国纺织工业迅速增长，承接了欧、美、日、韩等多个纺织工业发达国家的产业转移，已成为全球纺织服装的生产和出口大国。2002 年以来，中国纺织行业持续处于高增长周期，但自 2005 年 7 月人民币汇率定价机制改革实施以来，由于人民币升值导致出口竞争力的减弱，中国纺织行业增速明显放缓。2008 年受人民币升值、劳动力成本上升和全球金融危机的影响，尤其是 2008 年 9 月全

球金融危机向实体经济蔓延，纺织行业景气程度显著下滑。2008 年全年中国纺织行业工业增加值同比增长 10.3%，增幅同比下降 6.2 个百分点；其中 9 月、10 月、11 月、12 月纺织行业工业增加值增幅同比分别回落 5.3%、8.1%、7.8%和 7.4%。2009 年 1~5 月，中国规模以上纺织企业实现营业收入 12606 亿元、利润总额 427 亿元，分别同比增长 2.78%和 2.07%，扭转了 2008 年四季度以来整体行业形势下滑的局面。

图 2 中国纺织行业发展情况



资料来源：国家统计局

出口方面，2008 年中国纺织服装出口 1896.24 亿美元，同比增长 7.98%，增幅同比下降 11.42 个百分点。欧盟、美国、日本、香港是中国纺织服装出口最多的目的地，2008 年以上四地合计占中国纺织服装出口总额的 56%。2009 年上半年，受主要目的地经济持续低迷、货币贬值等多重因素的影响，中国纺织品出口业务较上年同期大幅下滑，同期内实现出口金额 727.8 亿美元，同比下降 10.8%。但从月度数据来看，环比数据有所增长，表明出口市场低迷的局面出现改观。

毛纺行业是纺织行业重要子行业，按加工工艺主要分为精纺呢绒、粗纺呢绒、绒线、毛针织品等行业门类。精纺呢绒在纺织工业中生产加工工艺技术最为复杂，被称为“技术纺织”，其产品主要用于高档服装，附加值较高，被誉为纺织产品家族的“黄金贵族”。精纺呢

绒产品作为高档服装面料，历来在发达国家充当着高档消费品的角色，其生产设计也曾一度由意大利、英国、德国、日本、韩国、台湾等国家和地区所控制。随着全球化进程的不断推进，过去处于国际先进水平的意大利、英国、日本、韩国等国家的毛纺行业企业数量逐步减少，并将自己的加工基地向中国等发展中国家转移；发达国家利用研发、设计、品牌、营销网络上的优势控制着供应链中的零售环节，以获取更大的利润。中国已成为世界最大的毛精纺产品生产国家，精纺呢绒占全球消费量的三分之一以上，其余产能主要分布在英国、意大利、法国、德国、韩国、日本、台湾和印度。

市场需求方面，欧美及东亚（中国、日本、韩国）市场是全球精纺呢绒及高级成衣产品的主要消费市场，成衣产品定位于高端商务服装领域，市场容量相对较小，在全球经济增长放缓、欧美市场需求疲软的情况下，精纺呢绒和高级成衣产品出口状况可能进一步恶化。中国纺织企业两极分化的趋势正在加剧，资源和市场份额向优势企业集中。

根据 wind 资讯的统计数据，2009 年 1~5 月，中国规模以上毛纺织企业累计实现销售收入 515.78 亿元，同比增长 0.93%，累计实现利润总额 17.49 亿元，同比下降 2.67 亿元，毛纺企业盈利情况仍未出现明显改观。

2. 行业竞争

（1）竞争格局

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

从全球来看，意大利和英国作为传统的精纺工业强国，凭借其在科研和设计等方面的显著优势，主要占领高端市场。中国毛纺企业由

于科研能力、技术水平及生产规模方面存在较大差异，产品覆盖高、中、低端各档次，部分

企业技术实力较强，产品档次已超越日韩，挤入高端市场。详见表 1。

表 1 全球精纺呢绒生产布局

产品档次	精纺呢绒纱支数	主要生产国家及企业
高端	100 支以上	英国 REID-TAYLOR，意大利 MARZOTTO、杰尼亚，江苏阳光
中端	80-100 支	台湾、韩国三星、江苏阳光、山东如意、江苏海澜集团、山东南山等
中低端	60-80 支	日本、山东如意、山东南山、江苏倪家巷等国内大部分企业
低端	60 支以下	印度、中国大部分毛纺企业

资料来源：中国毛纺织行业协会

中国毛精纺市场集中度近年不断提高，根据中国毛纺行业协会的统计数据，中国规模以上精纺企业 2002 年有 170 余家，截至 2008 年仅剩 40 余家，其中江苏阳光、山东南山、江苏海澜集团、江苏倪家巷、山东如意等生产规模较大，合计生产能力占全行业产能的 30% 以上，市场优势较为明显。其余毛纺企业规模较小，产能基本在 200 万米/年以下，生产技术落后，产品层次偏低，差距较大。从地域分布来看，随着对外贸易规模的迅速增长，中国精纺行业原有的生产能力逐渐从一些大城市退出，向海运优势明显的沿海区域长江三角洲、珠江三角洲以及山东等地集中，并出现了带有区域特色的产业集群。

（2）上游产业

毛纺行业上游原料以羊毛为主，生产高品质精纺呢绒所需羊毛主要依赖进口，对外依存度较高。2008 年，中国共进口羊毛约 30.49 万吨，其中原毛 23.42 万吨，洗净毛 4.12 万吨，羊毛条 1.93 万吨，整体羊毛进口量与上年同比下降 8.3%，其中超过 70% 来自于澳大利亚。为保护当地畜牧业，澳大利亚政府下属的国际羊毛局通过举办定期拍卖会的形式出售羊毛，中国精纺企业则通过当地的经纪商进行采购。尽管澳大利亚每年的羊毛产量（不超过 50 万吨）中的 60% 以上都由中国毛纺企业采购，但受采购周期较为分散，单一企业采购规模偏小（中国大部分毛纺企业羊毛采购量均不超过 1 万吨/年）等因素的影响，中国毛纺企业整体议

价能力较弱。

受当地气候、产业政策、羊毛储备情况、汇率变动等多因素影响，近年澳大利亚进口羊毛价格波动较大。2005 年澳州 21.0Mic（细度）羊毛 CIF 价格基本保持在 5~5.5 美元/千克，2006 年~2007 年，受澳元升值、羊毛减产、中国市场需求旺盛等因素影响，羊毛价格大幅攀升至 9.5 美元/千克，2008 年，受澳元大幅贬值的影响，羊毛价格一路下滑，从 2008 年 9 月已基本回落至 2005 年末的价格水平，至 2008 年年底，澳毛价格已经低于 2005 年同期价格的 20%。2009 年 1~6 月，中国羊毛进口仍保持平稳增长，同期内进口 16.64 万吨，同比增加 1.32%。由于美元持续贬值，以及澳洲降雨量减少，羊毛产量特别是超细毛产量下降，引至市场竞相争购，羊毛价格也出现回升，至 8 月底 21.0Mic（细度）普通澳洲原毛价格已回升至 6.9 美元/千克。

羊毛价格的剧烈波动不仅给精纺企业的成本控制和库存管理带来很大的难度，同时也间接地影响了精纺呢绒的产品价格，给精纺企业带来较大的经营压力。

（3）下游市场

精纺呢绒具有绿色天然、穿着舒适、外观光泽、手感滑爽挺括、弹性好等独特优良性能，是制作高档西装和商务装的首选面料。随着近年国际纺织产业转移力度的加大，中国已经逐渐成为全球主要的精纺呢绒供应国。高品质的精纺面料，一方面主要供应意大利、英国等国

的高档服装品牌生产企业，包括 AMANI、HUGO BOSS、ZARA 等国际高档服装品牌的面料大部分从中国采购，从而为高端精纺面料提供了稳定的消费市场。根据中国海关统计，2004 年~2008 年，中国精纺呢绒出口量基本保持在 7000~8000 万米/年，另一方面，国内部分高档服装生产企业，以及银行、航空、电信等企业，为提升产品档次和企业形象，近年也增加了对高档精纺面料的采购规模，用于高档成衣及工装的制作。但从目前情况来看，国内高档成衣市场尚处于成长期，生产规模相对偏小，精纺呢绒需求相对有限，人均羊毛消费量还不及发达国家的四分之一。未来随着中国经济增长及城乡居民收入水平不断提高，潜在的市场购买力逐渐释放，有望促进高档成衣消费持续增长，进而拉动精纺呢绒的内销市场。

3. 产业政策

(1) 出口退税政策

2005 年~2007 年，为了缓解国际贸易争端压力，以及促进纺织行业产业结构调整，中国政府多次下调纺织品出口退税，2007 年 7 月，服装、鞋帽、箱包等纺织品出口退税率由 13% 下调至 11%，粘胶纤维出口退税率由 11% 下调至 5%。2008 年下半年以来，为缓冲国际贸易环境急剧恶化对国内纺织产业的冲击，国家税务总局和财政部已先后 4 次上调出口退税比例。从 2009 年 4 月 1 日起，纺织品、服装的出口退税率提高到 16%，较 2007 年底提高 5 个百分点。在中国纺织行业景气周期持续下滑的情况下，出口退税比例的提高能够在一定程度上缓解纺织企业面临的困难。

(2) 纺织工业“十一五”规划

国家发改委出台的《纺织工业“十一五”发展纲要》作为行业发展的政策指导性文件，明确指出加快纺织行业结构调整，把传统的劳动密集型产业改造成技术密集型、资金密集型产业；倡导应用高新技术改造传统产业，进一步依靠技术创新提高纺织科技水平，依靠技术

创新来增加产品的技术含量和附加值，全方位提高国际竞争力。毛纺行业作为技术密集型、资金密集型、劳动力密集型行业，产品附加值高，是纺织产业结构调整的重点扶植对象。

(3) 纺织工业振兴规划

2009 年 2 月，国务院常务会议审议并原则通过了《纺织工业振兴规划》，振兴规划主要涉及：①统筹国际国内两个市场，积极扩大消费；②加强技术改造和自主品牌建设，重点支持纺纱织造、印染、化纤等行业技术进步；③加快淘汰落后产能，制定和完善准入条件，淘汰能耗高、污染重等落后生产工艺和设备；④优化区域布局，推动和引导纺织服装加工企业向中西部转移；⑤加大财税金融支持，将纺织品服装出口退税率由 14% 提高至 15%（后又提高至 16%）。联合资信认为，该规划偏重于长期的行业结构调整和产业升级，整体政策措施的实施需要时间，短期内难见成效。

4. 行业关注

(1) 成本上升需求放缓挤压行业利润空间

2007 年~2008 年上半年，中国市场物价水平持续上升，CPI 同比增速一度突破 8% 水平，通货膨胀程度的加剧加大了居民工资水平上调的压力。2008 年由十届全国人民代表大会常务委员会第二十八次会议审议通过的《中华人民共和国劳动合同法》（“新劳动法”）开始实施，进一步提高了对劳动者的保护，也导致了企业用工成本的增加。中国纺织行业作为典型的劳动密集型行业，受以上因素的影响，成本压力显著上升。

(2) 汇率波动风险及出口压力

中国纺织行业外向型企业较多，出口规模较大，但由于品牌文化、技术实力、设计能力等方面同服装产业发达的国家相比存在较大差距，整体产品附加值相对较低，出口竞争力主要依靠成本优势。自 2005 年 7 月汇率改革以来，人民币持续升值造成出口企业成本优势

下降,出口增速显著下滑。2008年下半年以来,由于美国次贷危机引发全球金融动荡进一步加剧,欧、美、日等发达经济体接连下调经济增长预期,中国纺织服装产品出口出现下滑态势,预计未来高档服装的消费也将受到影响,进而挤压国内高档精纺面料的出口业务。

总体来看,受到国内外宏观经济形势的影响,中国纺织行业整体发展环境不容乐观,精纺呢绒的出口业务也受到较大威胁。预计短期内销售压力可能进一步上升,毛精纺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。

三、基础素质分析

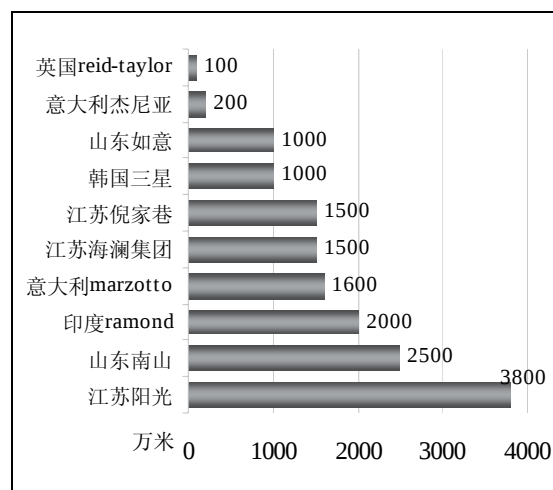
1. 企业规模及竞争实力

行业地位优势

公司是一家以精毛纺面料为主导产业,集洗毛、制条、条染、复精梳、纺纱、织布、印染后整理于一体的全球最大精毛纺生产企业。在中国企业联合会、中国企业家协会联合公布的“2008年度中国企业500强”和“2008年度中国制造业500强”排名中,公司分别位居第208位和109位;在中国纺织工业协会公布的“2007~2008年度中国纺织服装企业竞争力500强”排名中,公司位居纺织服装行业第3位,毛纺行业第1位(注:以上排名均以营业收入为统计口径)。

据中国毛纺织行业协会统计数据显示,公司2007年精纺呢绒面料全程配套生产量居世界第一,是全球最大的毛纺生产企业。截至2008年底,公司已具备精纺纱锭18万锭/年,精纺呢绒面料3800万米/年、服装350万套/年的生产能力,与国内外同行业企业同期产能相比,公司规模优势突出(图3)。

图3 国内外精纺呢绒面料主要厂商产能



资料来源:各公司网站公开数据

产品及品牌优势

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量标准企业。目前,公司已形成了100支、120支、150支、180支等高织哔叽、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。近年来,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,并连续多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”品牌2006年获得国家质量监督检验检疫总局授予的“中国世界名牌”称号以及“进出口商品免验证书”,其阳光商标是中国精纺行业中唯一被国家工商局认定的中国驰名商标。

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,形成了“一站二中心”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。在全国同

行业中，公司创造了自己独有的核心技术，保证了公司在全国毛纺行业中技术开发和新产品创新的领先地位。近五年公司共承担了 4 个国家 863 项目、7 个国家技术创新项目、26 个国家重点新产品、15 个国家高新火炬计划项目的科研攻关，获得国家专利 45 个。

设备优势

公司设备先进，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，拥有 35 条国际一流的成衣生产线。

公司利用新西兰安达洗毛机中性洗毛，并通过自动输送管道与 OCTIR 和毛、梳毛系统无缝联接，加油、除杂、喂入处于全封闭、自动化的状态下，生产现场整洁有致，最大程度地减少了对羊毛的损伤；从意大利引进的高速针梳机、P100 精梳机，可以高效、快速去除毛粒、草屑，使毛网清晰匀净；公司引进的高温高压溢流喷射毛条染色机采用多产品全自动模拟量称料加料系统，有多达 90 条加料工艺曲线可供选择，是我国目前唯一的一条全自动毛条染色生产线，也是世界最大的最先进的毛条染色及复精梳生产线。

公司的纺织车间，在各道工序均引进了当代最先进的生产设备。其中法国 NSC 前纺针梳机，将毛条经过六道并合牵伸，充分匀整了羊毛条干均匀度；意大利 FTC 三罗拉细纱机、IDEA 理想型四罗拉细纱机、紧密纺细纱机，

有效地保证了细纱条干均匀度。公司所有产品均在进口无梭剑杆织机上生产，保证了坯布质量。

综合来看，公司毛纺服装业务生产规模大、主导产品品质竞争实力强、品牌优势明显；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，在国内外毛纺服装领域综合竞争实力强。

2. 人员素质

公司现有董事长兼总经理、财务总监、营销总监、生产技术开发总监、企业管理总监及行政总监等高管人员共 6 人。董事长兼总经理陆克平先生，现年 64 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。公司其他高层管理人员也都具有长期从事相关工作的业务和管理经验，整体素质较高。

截至 2009 年 6 月底，公司职工总数 17708 人，从学历构成看，初中以下占 20.28%，高中和中专学历占 57.52%，大专以上占 22.20%；从年龄结构看，30 岁以下占 41.25%，30 岁至 50 岁占 47.59%，50 岁以上占 11.16%。公司共有初级职称以上人员 2400 人，占总人数的 13.55%。

总体看，公司人员结构合理，符合纺织制造业特点，能够满足生产经营活动需要。

表 2 2009 年 6 月底公司人员构成情况

项目	文化素质			职 称			年 龄			总人数
	初中以下	高中中专	大专以上	初级	中级	高级	30 岁以下	30 至 50 岁	50 岁以上	
人数	3591	10185	3932	886	1428	86	7305	8428	1975	17708

资料来源：公司提供

总体看，公司高管人员行业经营和管理经验丰富；公司整体人员以生产人员为主，文化素质不高，符合公司所处的纺织行业劳动密集型特点。近年来，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、管理体制

1. 治理结构

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 17 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. 管理制度

为保障公司的正常运转，公司制定了一系列管理制度，并在实施过程中根据实际情况进行修改、补充、完善。

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。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。公司财务管理制度较为完善。从近几年的财务管理执行情况看，公司财务管理基本正常，但 2007 年底公司存在未通过金融机构进行委托贷款的财务管理问题，后通过财务整顿，对该类贷款逐步进行了清理回收，公司财务管理水平逐步提高。

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。公司基本能按照对外投资管理制度，及时调整产业结构，引导投资方向，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。公司近几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 SO_2 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，整体管理水平逐步提高。

五、生产经营

公司是一家多元化的控股集团，目前已形成以毛纺服装为主业，涉及房地产、热电、外

贸、有线电子、多晶硅等其他产业的经营架构。

表 3 列示了公司主营业务收入构成情况。可以看出，2008 年公司毛纺服装业务主导地位突出，在主营业务收入中占比 82.97%；热电业务占比稍有上升，外贸业务和房地产业务占比下降较快，生态农林业务板块已完全退出，有线电子为 2008 年新增业务，但收入占比小。

2009 年上半年，受房地产业务板块收入合并影响，其他相关业务板块收入占比均有所下降，但公司毛纺服装业务主业仍较为突出，其收入在当期占比 59.37%。此外，公司从 2006 年开始介入多晶硅业务，该项目将于 2009 年 10 月达产，目前尚未产生收入和利润。

表 3 公司主营业务收入构成

项 目	2007 年		2008 年		2009 年上半年	
	收入（万元）	占比（%）	收入（万元）	占比（%）	收入（万元）	占比（%）
毛纺	395209	43.39	393929	55.62	166455	36.87
服装	131001	14.38	193737	27.35	101566	22.50
房产	246733	27.09	-	0.00	135430	30.00
热电	50841	5.58	47825	6.75	26366	5.84
生态农林	12466	1.37	-	0.00	-	0.00
外贸	74322	8.16	36372	5.14	2923	0.65
有线电子	-	0.00	32234	4.55	18177	4.03
其他	338	0.04	4157	0.59	545	0.11
合 计	910910	100.00	708254	100.00	451462	100

注：①2007 年 6 月公司将持有的江苏阳光生态农林开发有限公司 65%的股权全部转让，2007 年公司合并报表中合并了该子公司 1-6 月的收入，从 2007 年 7 月起，该子公司不纳入合并报表，业务板块中已不包括生态农林业务；

②2007 年 11 月公司将持有的江苏阳光置业发展有限公司 95%的股权全部转让，2007 年公司合并报表中合并了该子公司 1-11 月的收入，从 2008 年 12 月起，公司收购江苏阳光置业发展有限公司 100%股权，该子公司重新纳入合并报表，且只合并了其资产负债表；2009 年 1-6 月合并了资产负债表、利润表及现金流量表。

③2008 年 3 月公司收购了南京有线电厂有限公司；

④公司外贸业务为代理出口业务。

1. 毛纺服装

公司是全球最大的精纺呢绒生产企业和中高档服装生产基地，目前该业务板块主要是由阳光股份和公司本部来实现，其中阳光股份主要负责生产和销售（含内销和外销）高档面料，并承担所有出口业务；公司本部主要负责生产和销售中低档服装和面料，并面向国内销售。

（1）原材料采购

公司主导产品精纺面料所需原材料高级

羊毛约 99%从澳大利亚进口。由于羊毛采购量较大，相对于国内其他企业，公司在与原料供应商谈判时议价能力较强，通常能获得较优惠的价格。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。2006-2007 年澳毛价格持续走高，这对公司毛纺服装业务生产成本造成较大影响。但从 2008 年开始，澳毛价格加速回调，特别是 2008 年第四季度，澳毛价格基本和国毛价格趋同，这一方面缓解了公司成本和资金周转压力，另一方面在国内同行业产品售价相近的情况下，使得公司产品质量和品牌比较优势更加突出。

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，公司通常情况下维持供应 3 个月生产约 5000 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。2005-2008 年以及 2009 年上半年公司羊毛采购情况见表 4。

联合资信注意到，由于约 99%的羊毛从澳大利亚进口，公司对进口羊毛具有高度依赖性，且原材料供应客户较为集中，供应渠道较为单一，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。

表 4 近年公司羊毛采购情况

羊毛采购	2006 年	2007 年	2008 年	2009.6
羊毛采购总量(吨)	20820	22133	26218	12187
羊毛采购总额(亿元)	20	24	19	9.14
其中：澳毛采购量(吨)	20716	21956	26012	12134
澳毛采购均价(万元/吨)	9	11	7	7.5
国毛采购量(吨)	105	177	206	53
国毛采购均价(万元/吨)	6	7	5.5	7.2

资料来源：公司提供，以上澳毛为羊毛条价格，即原毛经过洗毛和梳条后的价格。

(2) 生产加工

公司生产模式主要是以销定产，即通过订单确定生产规模，经营风险相对较小。

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，先后被江苏省环保厅授予“省环保先进企业”、“省清洁生产企业”称号。

近年来，公司通过“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，以及挖掘生产工序潜能、提高车速和作业效率，使生产能力大幅度提高，2006-2007 年公司精纺呢绒面料和服装产量保持了持续增长；2008 年以来，虽然受宏观经济影响，出口需求减弱，但由于以下原因，公司订单饱满，精纺呢绒面料及服装生产量反而较往年同期有所增长，生产形势良好：①2007 年公司接到中国人民解放军总政治部军品呢绒、军官礼服和礼服衬衫订单，为建厂以来接到的最大订单，2008 年军品订单较 2007 年又增长 274.18%。②2008 年 3 月公司在中国移动全国性招标中一举夺魁，成为中国移动全国性定点生产厂家，取得了中移动全国订单的 40%。③2008 年 4 月公司获得国家海事局 2/3 的订单。④2008 年 5 月公司承接的国家机关行业换装份额首超 1/3。⑤公司 2008 年的外销产品基本上在 3-6 个月之前签订，2008 年国际经济形势下滑的状况，对于公司 2008 年前三季度外销业绩影响不大，但对 2008 年第四季度的负面影响开始显现；2009 年上半年，公

司生产情况正常，截至 2009 年 6 月底，公司精纺呢绒面料和服装的产量分别占去年全年的 48.23%和 48.76%。

表 5 近年来公司产品生产情况

产品（万米/万套）	2006 年	2007 年	2008 年	2009.6
精纺呢绒面料	2850	3326	3591	1731.8
服装	272	305	345	168.21

资料来源：公司提供

（3）市场营销

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。近年来国内外销售情况见表 6。结合表 5 可以看出，剔除少量样品等情况外，公司产销基本平衡，符合公司以销定产的经营模式。

表 6 近年来公司产品国内外销售情况

产品（万米/万套）	2006 年	2007 年	2008 年	2009.6
精纺呢绒面料	2760	3246	3588	1741.23
服装	266	349	351	172.11

资料来源：公司提供

国内市场

截至 2008 年底，公司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、24 家直接代理商、58 家间接代理商，建立了基本覆盖全国的营销网络。公司内销客户主要为金融系统、通信系统、交通系统、司法机关、国家机关、军队等。近几年公司精纺呢绒面料和服装国内销售情况见表 7。2008 年公司内销订单饱满，在纺织服装行业景气度下滑的大环境下，公司内销量反而逆势上行。2009 年上半年公司内销延续了 2008 年的上行势头。

表 7 公司近年来产品国内销量情况

产品（万米/万套）	2006 年	2007 年	2008 年	2009.6
精纺呢绒面料	1492	1903	2282	1118.02
服装	128	175	253	118.50

资料来源：公司提供

从内销订单情况看，截至 2009 年 6 月底，公司在手内销合同额中，面料 1048.90 万米，合同额 8.14 亿元（目前在生产 785 万米，其他 263.9 万米尚未开始生产）；服装 95.10 万套，合同额 6.23 亿元（目前在生产 74.83 万套，其他 20.27 万套尚未生产）。目前由于在手国内订单饱满，未来 4-6 个月时间内公司内销业务仍保持较好的增长。

出口业务

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 122 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 90%以上，在出口份额上，这三大市场各占三分之一左右。目前，公司拥有 BOSS、AMANI、Calvin Klein 等众多国际一流品牌终端客户群体。2005-2007 年公司精纺呢绒面料和服装出口平稳增长，但 2008 年特别是第四季度开始，公司外销量稍有下滑，尤其是服装销量的下滑，拖累了 2008 年全年的外销量。受 2008 年第四季度以及 2009 年 1-2 月份外销订单减少的影响，公司 2009 年 1 季度外销情况不容乐观，但从 2009 年 3 月起，其外销订单数反超去年同期，特别是服装外销形式较好。近年公司外销情况见表 8。

表 8 近年来公司产品出口情况

产品（万米/万套）	2006 年	2007 年	2008 年	2009.6
精纺呢绒面料	1268	1343	1306	623.21
服装	138	174	98	53.61

资料来源：公司提供

从外销订单情况看，截至 2009 年 6 月底，公司在手外销订单中，面料 432.23 万米、金额 3472.43 万美元；服装 81.85 万套（件）、4185.26 万美元；毛纱 140.91 吨，金额 247.08 万美元，以上外销订单均开始生产。目前公司外销订单生产任务已经排到 2009 年 10 月份。

在本轮全球性的经济危机中，全球经济疲

软的时间越长，毛纺服装行业外销压力将进一步加大，公司外贸业绩可能受到一定的冲击，但是公司凭借以下因素在竞争中仍具备一定的抗风险能力：①由于公司在 2005 年步入业务稳定期以来，一直致力于将客户群体向高端化和终端化发展，客户群体应对危机的能力较强；②公司在国际市场上树立了良好的声誉，虽然多年来国内外毛纺行业企业经过了几次洗牌，但公司的业务一直保持稳步增长。因此公司悠久的经营历史和抗经济周期风险的经验有助于缓解本轮经济危机对其产生的不利影响。

主营业务利润率情况

近年公司毛纺服装主营业务利润率详见表 9。

可以看出：①公司具有较强的议价能力，2007 年公司能够将成本上涨、人民币升值、出口退税率下调等负面影响抵消，从而能够保持甚至获得高于 2006 年的主营业务利润率水平；②2008 年受全球经济危机的影响，虽然澳毛价格持续下跌，出口退税率有所提高，仍无法扭转 2008 年以来因价格下跌导致的精纺呢绒行业主营业务利润率下滑的趋势，但公司毛纺服装主营业务利润率仍远高于行业平均水平。同时，2008 年公司服装主营业务利润率反而逆势上行。2009 年上半年主营业务利润率情况与 2008 年基本持平。

表 9 公司主营业务利润率情况

主营业务利润率(%)	产品	2006 年	2007 年	2008 年	2009.6
内销	精纺呢绒	15.80	15.29	14.85	14.86
	服装	14.27	15.83	16.84	16.77
外销	精纺呢绒	13.15	14.36	13.72	13.75
	服装	13.58	15.12	16.52	15.93
综合	精纺呢绒	14.18	14.85	14.53	14.49
	服装	13.84	15.26	16.68	16.48

资料来源：公司提供

2. 其他业务

(1) 热电

公司在江阴开发西区、江阴云亭等地，与当地供电局以合资方式投资了 4 家热电厂（见表 10），公司热电企业发电主要用于满足公司生产、生活用电需要，余下部分供给社会使用。2007 年和 2008 年 4 家热电厂共实现主营业务收入分别为 5.08 亿元和 4.78 亿元。2009 年上半年实现主营业务收入 2.64 亿元。

表 10 公司控股热电公司情况

热电厂	总投资(亿元)	装机容量(万千瓦)	2008 年收入(亿元)
石庄热电	3.5	5.0	1.20
云亭热电	1.4	1.2	1.36
璜塘热电	2.0	2.4	0.95
新桥热电	3.5	6.5	2.99
合计	10.4	15.1	4.78

资料来源：公司提供。

注：①石庄河云亭热电为公司直接持有；新桥热电是公司通过阳光股份间接持有；②2008 年 11 月 12 日公司将其持有的璜塘热电 75% 的股权全部转让给阳光股份，此后，璜塘热电是公司通过阳光股份间接持有。③2008 年合计收入为合并抵消收入。

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。

(2) 房地产

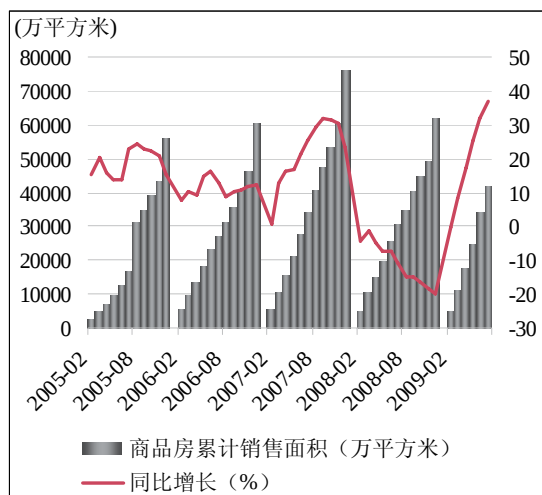
行业概况

2008 年房地产企业销量下滑和价格下行趋势使房地产开发商预期恶化，投资意愿减弱，同时房地产投资资金链紧张，市场由“量跌价滞”进一步发展为“量价齐跌”（见图 4 和图 5），市场销售回款减少，商业银行为控制风险也收紧了对房地产开发商的贷款。2008 年房价的调整，对于 2007 年拿了大量土地的房地产企业造成的压力较大。

2009 年上半年，中国房地产市场在经历了短暂低迷后大幅反弹，商品房累计销售面积同比增长 37.10%，销售价格显著回升。主要诱发因素有：①2007 年和 2008 年由于市场的大幅度波动，正常的需求没有得到满足，积累了大

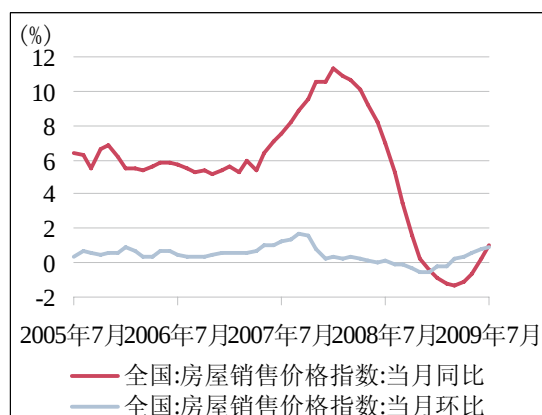
量的刚性需求；②经济复苏预期逐渐强化以及信贷规模增加，导致房地产等资产价格上升。回暖行情也使重点城市的商品房库存量逐渐步入下行通道，房企经营状况有所改观。

图4 全国商品房销售面积



资料来源：wind 资讯

图5 全国商品房销售价格



资料来源：wind 资讯

资金来源方面，2009年上半年，由于新增信贷规模迅速增长，以及国家对于房地产开发资本金比例要求的降低，房地产业对于信贷资金的依赖程度有所上升。同期内，开发商国内贷款所占比重由2008年全年的19.02%上升至2009年6月底的22.70%，自筹资金由39.54%下降至34.77%。

总体看，得益于银行信贷的大量投放以及商品房成交量的回暖，2009年上半年房地产行业复苏迹象明显。

公司业务

目前公司房地产业务板块主要由江苏阳光置业有限公司（以下简称“阳光置业”）为业务载体。由于阳光置业计划上市，公司于2007年10月将其持有的95%的股权受让，转让完成后阳光置业实际控制人仍为陆克平先生；2008年受证券市场行情影响，其上市计划暂时延后，2008年12月底，公司又将其股权收购，并实现全资控股。

阳光置业已开发了江阴丽都花园、名雅居、聚宝山庄、米兰风景、蠡湖一号、阳光嘉园等项目，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。从表11可以看出，2008年受房地产市场行情影响，公司对房地产业务投资、竣工面积、销售面积、销售收入大幅减少，同时由于阳光置业在2007-2008年储备了较多土地，2008年阳光置业对于土地计提了8561.83万元，减值准备的计提削弱了公司整体盈利能力，2008年阳光置业净利润锐减。

2009年上半年，受益于房地产市场的回暖行情，公司房地产业务销售状况较2008年下半年有所改观，房屋销售面积和房地产销售额大幅增长，盈利能力显著回升。详见表11。

表11 阳光置业近年经营情况

项 目	2006	2007	2008	2009.6
房产开发完成投资（亿元）	29.02	74.79	37.80	4.15
房屋施工面积（万平方米）	105.06	113.25	115.98	129.08
房屋竣工面积（万平方米）	59.90	71.36	8.20	9.65
房屋销售面积（万平方米）	33.58	59.81	33.29	16.73
土地储备情况（万平方米）	96.45	194.89	195.15	71.25
实际销售额（亿元）	17.09	24.67	15.59	13.54
净利润（亿元）	1.98	2.43	0.93	1.28

资料来源：公司提供，

(3) 多晶硅

行业概况

多晶硅最初主要用于半导体领域，自 2004 年以来，随着光伏产业的发展，多晶硅主要应用于太阳能电池光伏产业。

从多晶硅的供给来看，全球主要包括以 hemlock 为代表的 7 家传统厂商、以 hoku 为代表的 11 家国际新进入者以及以江西赛维为代表的 32 家国内进入者。近年来行业暴利使得国际国内多晶硅项目纷纷上马。根据国际国内的多晶硅项目建设情况，预计 2009-2010 年全球多晶硅产量可达 10.7 万吨和 17.2 万吨，分别同比增长 73.4% 和 60.5%。从国内项目建设进展看，2007 年洛阳中硅、新光硅业、江苏中能、东汽峨嵋等四家企业共生产 1130 吨高纯度多晶硅，其中洛阳中硅约占总产量的 45%。2008 年，永祥、宜昌南玻、江苏顺大、大全集团、顺大、江苏中能、赛维等一批多晶硅生产项目投入生产，2008 年全年产量约 4100 吨。截至 2008 年底，已投产的项目包括宜昌南玻、亚洲硅业、宁夏阳光（公司下属子公司）、江苏顺大、江苏中能等，产能合计约 1.16 万吨，将陆续在 2009 年释放。

表 12 多晶硅供给情况

产能（亿吨）	2007	2008	2009E	2010E
国际七大	3.95	4.66	5.85	7.97
国际其他	0.1	1.11	2.83	5.15
国内	0.1	0.41	2.03	4.08
合计	4.15	6.18	10.72	17.20
其中：晶硅电池多晶硅供应量	3.64	495	8.2	14.4

资料来源：wind 资讯

从多晶硅的需求看，近 10 年来太阳能光伏产业保持着 30% 以上的高速发展，最近 5 年更是在 40% 以上的增长，2008 年受金融危机的影响，光伏产业增速回落至 20% 以内。2009 年 3 月 26 日财政部、住房和城乡建设部共同推出了《关于加快推进太阳能光电建筑应用的实施意见》，《意见》的推出，标志着中国政府启动国

内太阳能市场迈出了关键的一步，将有效缓解光电产品国内应用不足以及金融危机造成全球太阳能需求增速大幅下滑的预期。目前全球的光伏设备市场，晶体硅电池占据 95% 以上的份额，特别是并网光伏发电项目，几乎全部采用晶体硅电池。2008 年全球多晶硅需求量约 7 万吨，其中半导体级多晶硅需求量在 2.1 万吨左右，太阳能级多晶硅需求量为 4.95 万吨左右，预计 2009-2010 年半导体级多晶硅需求量复合增长 3%，需求量分别为 2.2 万吨和 2.3 万吨；太阳能级多晶硅需求量分别为 5.6 万吨和 6.5 万吨。预计 2009 年和 2010 年半导体级和太阳能级多晶硅需求量合计分别为 8 万吨和 9 万吨左右。较低的技术壁垒、良好的市场预期和高额的利润空间推动了多晶硅产能的大幅增长。

从多晶硅市场价格看，自 2004 年以来受晶体硅太阳能电池需求拉动而出现供不应求，致使多晶硅价格自 2003 年约 35 美元/公斤持续上涨至 2008 年 400 美元/公斤，自 2008 年四季度以来，由于金融危机的影响，欧美等发达经济体均减少了对下游光伏产业的投资计划，加之前期投资的大量项目陆续在 2008 年底开始释放产能，多晶硅价格开始步入下行通道，截至 2009 年 6 月底，多晶硅价格已跌至 80 美元/公斤，基本接近盈亏平衡点。

2009 年 8 月 26 日国务院常务会议指出，多晶硅等新兴产业出现重复建设倾向，将对多晶硅项目提高审批门槛。2009 年 9 月底，国务院批转了发改委等部门《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》的通知，将钢铁、水泥、多晶硅等行业列入产能过剩行业，其中对于多晶硅行业，提出“要集中有效资源，支持企业提高关键环节和关键部件自主创新能力，积极开展产业化示范，防止投资过热和重复建设，引导有序发展”。目前中国多晶硅在建产能约 8 万吨/年，该项政策出台，有助于抑制多晶硅产能的扩张势头，促进整体行业健康发展。

从多晶硅行业未来发展看，根据外经贸部

门发布的二季度最新数据显示：光伏产业二季度营收与盈利规模增速的回暖态势略好于预期，主要因素是2009年4月起多晶硅价格在全球范围内的反弹，高价原料库存在海外市场需求略有回暖的背景下得以部分消化，此外国内“金太阳工程”和“BIPV示范项目申报”也推升光伏市场需求攀升预期。此外，国家新能源产业振兴规划即将出台，太阳能将是此次新能源产业振兴规划的另一大受益板块。

总体来看，多晶硅价格的大幅波动使得原有的获利空间受到大幅挤压，导致大量新建产能难以获得预期收益。但从长远看，在能源供应稀缺的大背景下，光伏产业仍具备广阔的发展空间，作为其重要原料的多晶硅仍具有良好的市场前景。

业务运营

2006年6月24日，阳光股份与宁夏东方有色金属集团有限公司及宁夏电力开发投资有限公司共同投资设立宁夏阳光硅业有限公司（以下简称“宁夏阳光”），注册资本3.6亿元，其中：阳光股份以自有现金出资2.34亿元，占注册资本的65%。宁夏阳光地处宁夏石嘴山市，该地区煤、电、硅、氯碱这四大制造多晶硅的资源丰富，并且宁夏回族自治区石嘴山市政府也同意将在多晶硅项目投产后给予优惠电价，公司多晶硅项目成本优势突出。

宁夏阳光的多晶硅项目总投资40亿元人民币，建设规模为年产4500吨多晶硅，分二期投资建设。首期建设1500吨生产线，投资为16亿元，于2007年4月20日开工建设，已于2008年底试产成功，预计2009年10月达产。对于二期建设项目，主要是市场情况而定，目前尚未纳入计划。

宁夏阳光于2008年7月21日同海润科技股份有限公司（以下简称“海润科技”）签署了多晶硅供需合同，宁夏阳光自2009年1月-12月全年供应海润科技太阳能级原生多晶硅1000-1200吨，如果宁夏阳光产出的数量超过约定数，则超过部分全部供应给海润科技，不得

与第三方发生供应关系。该合同签署后，海润科技已于宁夏阳光支付了定金1.5亿元人民币。在2009年1-6月份宁夏阳光向海润科技供货时，按当时约定的价格，海润科技全部带款提货，2009年7月份开始供应的货款，按约定比例在海润科技预付的定金中扣除同比例的货款，其余款带款提货，海润科技预付的定金于2009年底前全部抵扣完。由于公司多晶硅项目达产时间晚于预期，其向海润科技多晶硅的供应量将受影响。

根据公司成本和收益预测，构成多晶硅生产成本的电力、金属硅粉、氯气等在石嘴山当地的价格都比较便宜，每公斤的多晶硅成本在450元-500元，按照2009年上半年最低价位550元/公斤计算，公司利润空间受到挤压，公司短期内难以获得预期收益，而未来的业务利润很大程度上取决于多晶硅下游需求的激发以及公司生产供应的稳定性。

总体看，公司毛纺织服装业务较为成熟，是目前公司主要的收入和利润来源；2009年上半年房地产市场的回暖行情加大了房地产业务板块对公司收入和利润的贡献度，但该业务板块受宏观环境影响较大；多晶硅业务受市场价格下滑影响，其利润空间受挤压，影响公司项目投资的回收周期。

3. 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，在多晶硅方面大力发展。表 13 列示了公司对2009-2011年主要财务数据的预测。

表 13 公司经营预测

项目	2008	2009E	2010E	2011E
计划投资	29.59	2.30	3.05	3.05
预计销售收入	70.83	94.84	110.83	124.67
预计利润总额	9.07	26.97	13.86	15.23
预计净利润	5.48	16.79	6.63	7.67
预计折旧	3.65	5.00	5.05	5.10

预计摊销	0.15	0.13	0.14	0.14
预计利息支出	3.53	4.57	4.78	5.05
预计短期债务余额	54.92	60.92	64.92	69.92
预计长期债务余额	24.14	25.00	25.00	25.00
预计少数股东权益	28.97	33.48	38.39	42.65
预计所有者权益	67.45	84.24	90.87	98.54
预计资产总额	198.30	226.46	242.00	258.93
指标	2008	2009E	2010E	2011E
全部债务资本化比率(%)	45.05	42.19	41.03	40.20
净资产收益率(%)	8.12	19.93	7.30	7.78
全部债务/EBITDA(倍)	4.82	2.34	3.77	3.72
EBITDA 利息倍数(倍)	4.64	6.90	3.90	4.02

资料来源：公司提供

公司以上财务数据的主要预测依据如下：

(1) 计划投资

该预测数据包含公司购建固定资产等资本性支出以及股权投资。由于多晶硅一期项目和毛纺服装等技改等相关项目于 2008 年基本竣工，2009 年至 2011 年资本性支出相应大幅减少，且股权投资具有很大的不确定性，在 2009-2011 年尚未纳入预测范围。

(2) 盈利预测

对于毛纺服装板块，考虑到出口销售可能有所收缩，但内销业务订单增长很快，可以部分抵消出口下降导致的业绩下滑风险，公司预计该板块 2009-2010 年收入水平略低于 2008 年的水平。考虑中国纺织行业振兴计划的出台以及纺织行业未来可能出现的回暖趋势，2011 年毛纺服装业务板块收入稍高于 2008 年水平。2008 年公司毛纺服装业务板块实际实现主营业务收入 58.77 亿元，公司预计 2009-2011 年分别实现主营业务收入 51.39 亿元、56.45 亿元和 61.43 亿元。按照 8% 左右销售利润率（利润总额/主营业务收入）率历史经验值测算，预计 2009-2011 年可分别实现利润总额 4.11 亿元、4.52 亿元和 4.91 亿元。

对于多晶硅业务，宁夏阳光目前产能 1500 吨/年。公司已于 2008 年签署了 2009 年 1000-1200 吨的供应合同，公司预计 2009 年销

售 1000 吨，均价 120 万元/吨，预计实现销售收入 12 亿元；2010 年预计销售 1500 吨，均价 100 万/吨，预计销售收入 15 亿元；2011 年预计销售 1500 吨，均价 90 万/吨，预计销售收入 13.5 亿元。以 70 万元/吨的总成本核算，预计 2009-2011 年该业务板块每年可实现利润总额分别为 5 亿元、4.5 亿元和 3 亿元。由于 1500 万吨/年的多晶硅达产时间预计在 2009 年 10 月，因此公司预计 2009 年完成销售 1000 吨的计划已不太可能，且目前多晶硅目前的市场价格也低于公司预期，因此，该业务板块的盈利预测实现可能性较低。

对于房地产业务，公司于 2008 年 12 月正式完成对阳光置业股权回购，根据公司房产销售计划，2009 年预计销售商品房 465227 平米，预计实现销售收入 19.28 亿元；2010 年计划销售 497773 平米，销售收入 25.23 亿元；2011 年计划销售 767851 平方，预计实现销售收入 31.25 亿元。参照 15% 左右的销售利润率测算，预计 2009-2011 年每年可实现利润总额 2.89 亿元、3.78 亿元和 4.69 亿元。根据 2009 年上半年房地产业务销售情况，2009 年该业务板块实现预测的可能性很大，但房地产市场需求受宏观环境影响较大，2010-2011 年其盈利预测具有一定的不确定性。

对于其他业务板块中，主要为热电及电子产品，2008 年以上两个业务板块分别实现收入 4.78 亿元和 3.2 亿元，公司预计 2009-2011 年其平稳发展，其中热电板块每年收入保持在 4.5-5 亿元，电子板块每年收入保持在 3.5-4.5 亿元。参照热电板块历年 5% 左右的销售利润率和电子板块历年 8% 左右的销售利润率水平，公司预计 2009-2011 年以上两个业务板块合计带来利润总额在 0.5-0.7 亿元之间。

投资收益方面，公司 2009 年计划出售持有的海通证券 19000 股，该部分股票投资成本 2.59 亿，按市场预期出售均价 9.26 元/股，可实现投资收益 15 亿元，利润总额因此大幅增加（2009 年上半年该投资收益基本实现）；2010

年和 2011 年投资收益主要考虑集团参股企业南昌商业银行、宁夏商业银行等公司的现金股利。

（3）债务规模预测

由于公司后续投资较少，随着公司整体盈利水平的大幅提升，其新增债务规模变化不大。以上债务预测中已经考虑了短期融资券资金的流入。

联合资信认为，公司盈利预测中多晶硅业务板块收入及利润预测较为乐观、房地产业务受宏观环境影响较大导致 2010 年和 2011 年不确定性较大外，其他业务板块的预测相对合理；基于对公司计划投资情况和盈利能力的分析，公司债务负担降低的可能性较大，债务偿还能力有望增强。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2006-2008 年度财务报表，以上报表均经江阴暨阳会计师事务所有限公司审计，该事务所对三年报表均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2009 年 6 月财务报表未经审计。

2007 年公司合并范围增加了北京恒安隆置业有限公司；减少了江苏阳光置业发展有限公司和江苏阳光生态农林股份有限公司，此两家公司资产负债表不合并，合并 2007 年 1-10 月损益表及现金流量表；2008 年公司合并范围增加了南京有线电厂有限公司、阳光时尚服饰有限公司、江苏阳光云亭热电有限公司和江苏阳光置业有限公司，由于江苏阳光置业有限公司于 2008 年 12 月收购，公司只合并了其资产负债表。合并范围变化对公司财务影响较大。以下分析主要对 2008 年报表进行分析。

截至 2008 年底，公司（合并）资产总额 198.30 亿元，所有者权益 67.45 亿元；2008 年公司实现主营业务收入 70.83 亿元，利润总额 9.07 亿元；2008 年公司经营活动产生的现金流

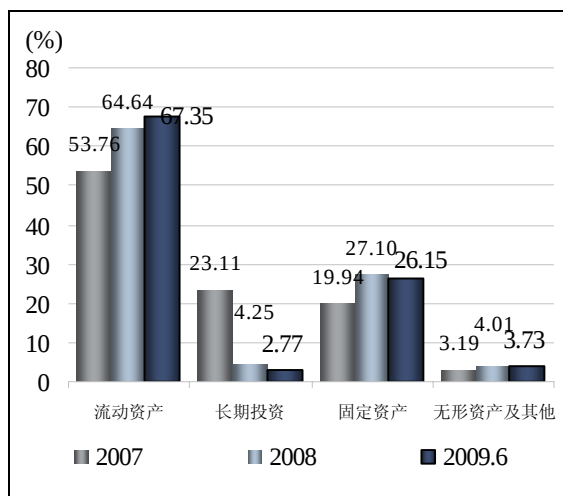
量净额为 20.41 亿元；截至 2009 年 6 月底，公司（合并）资产总额 208.86 亿元，所有者权益 82.62 亿元；2009 年上半年公司实现主营业务收入 45.15 亿元，利润总额 20.95 亿元；2009 年上半年公司经营活动产生的现金流量净额为 5.55 亿元。

截至 2008 年底，公司本部资产总额 108.43 亿元，所有者权益 67.73 亿元；2008 年公司本部实现主营业务收入 34.42 亿元，投资收益 4.17 亿元，利润总额 7.15 亿元；2008 年公司本部经营活动产生的现金流量净额为 12.41 亿元。截至 2009 年 6 月底，公司本部资产总额 116.00 亿元，所有者权益 82.90 亿元；2009 年上半年公司本部实现主营业务收入 17.72 亿元，投资收益 18.01 亿元，利润总额 19.74 亿元；2009 年上半年公司本部经营活动产生的现金流量净额为 17.40 亿元。

2. 资产质量

截至 2008 年底，公司（合并）资产 1982967.09 万元，其中流动资产和长期投资分别占 64.64%和 4.25%，固定资产、无形资产及其他分别占 27.10%和 4.01%。由于 2008 年公司陆续回收了长期债权投资，与 2007 年底相比，公司资产构成变化较大，其中长期投资占比迅速下降，流动资产、固定资产、无形资产及其他相应提高。2009 年 6 月底公司资产总额 2088583.40 万元，其中流动资产占比进一步提高，长期投资占比有所下降。流动资产中存货较 2008 年年底上升 47.35%，主要为同期内公司加大了房产开发力度，产生的存量房产；长期股权投资较 2008 年年底减少了 34.91%，主要为公司转让海通证券股权所致。（见图 6）。

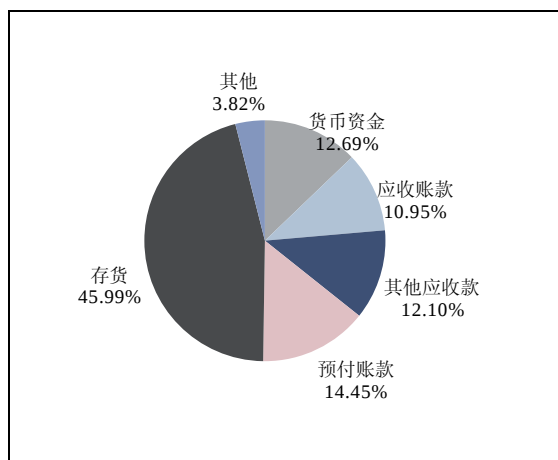
图6 公司资产占比情况



资料来源：公司财务报表

公司流动资产主要为存货、预付账款、其他应收款、应收账款和货币资金。截至2008年底，公司流动资产1281817.71万元，其资产构成情况见图7。

图7 2008年底公司流动资产占比情况



资料来源：公司财务报表

公司货币资金较为稳定，2008年底为162635.21万元，公司现金类资产充足。

2008年底，公司应收账款净额140356.80万元，前五名欠款占总额的5.09%，集中度低，欠款人主要为毛纺服装客户。从账龄分析看，1年以内的占75.53%，1-2年的占13.09%，2-5年的占8.67%，5年以上的占2.70%。公司已对不同账龄的应收款按比例提取坏账准备，2008年底坏账准备余额16753.90万元，占应

收账款余额的10.66%。与2007年底相比，公司应收账款净额增加30107.78万元，主要原因在于：①公司毛纺服装业务板块收入的增长带动了应收账款的增加；②应对全球经济下滑状况，公司对部分优质客户提供了适当宽松的销售政策。由于公司主要债务人为军队、机关、银行、国家机关以及国外知名品牌商，应收账款风险较小。2007-2008年公司应收账款周转次数分别为8.11和5.65次，公司应收账款周转较快。

2008年底，公司其他应收款净额155063.24万元。前五名欠款合计占总额的81.08%，集中度高，为往来款或减资款。从账龄分析看，1年以内的占91.69%，5年以上的占1.82%。公司已对不同账龄的应收款按比例提取坏账准备，2008年坏账准备余额12667.72万元，占其它应收款余额的7.38%。目前其他应收款的债务人主要为：江阴国宏贸易有限公司、江阴市和鸿正贸易有限公司（往来款，分别占其他应收款总额的25.64%和32.03%），江阴市兴发物资供应有限公司和江阴敔山湾开发发展有限公司（往来款，分别占其他应收款总额的16.90%和6.41%），以及江苏阳光生态农林开发有限公司（减资款，占其他应收款总额的9.09%），以上企业运营正常。公司其他应收款数额较大，账龄合理，回收风险不大，但影响资金使用效率。

2008年底，公司存货589456.79万元，与2007年底相比，大幅增加450397.97万元，主要原因在于：①新增子公司阳光置业房地产存货387619.33万元；新增子公司南京有线电厂有限公司存货9177.39万元；②公司上期订立的原材料采购合同全部在金融危机爆发之前，由于原计划在2008年第四季度下单的客户延至2009年第一季度，引起2008年第四季度比2007年同期用毛数量减少，原材料库存增加；同时由于客户延期提货，因此2008年12月底增加呢绒库存70万米，导致库存商品增加，以上库存商品已于2009年1-2月已全部交货。该库存原材料以

及库存商品的增加导致2008年底公司存货增加3亿元左右。合并范围的变化，导致2008年底公司存货总量和存货结构变化较大，公司目前存货以房地产为主，从2009年上半年房地产行业及公司改业务板块运营情况来看，公司存货流动性较好。

2008年底，公司预付账款185226.22万元，与2007年底相比，公司预付账款减少56223.93万元，主要原因在于：①阳光股份纺织及后整理项目预付的工程款按工程项目进度结转在建工程；②上期订立的原材料采购合同本期执行完毕，上期预付的账款采购到货。

2008年底，公司长期投资净额73959.64万元，其中长期股权投资72959.64万元，公司对海通证券股份有限公司投资26000万元、南昌商业银行投资12880万元，以上2项股权投资均按照成本法核算，变现能力强。与2007年底相比，公司长期投资净额减少307272.01万元，主要为公司收回了对其他非关联公司1年以上的资金贷款，导致长期债权投资减少28亿元。联合资信在2008年7月29日出具的跟踪评级报告中对该笔债权投资进行了重点关注。此后公司与款项尚未到期的相关公司签订了借款解除协议并陆续回款。根据江阴暨阳会计师事务所有限公司2008年11月20日针对上述债权投资出具的专项鉴证报告显示，公司已于2008年9月底之前，收回了其中28亿元债权投资，其余2亿元债权投资为公司对江苏阳光生态农林开发有限公司的减资款，公司原来对其控股65%，于2007年6月对此股权进行了转让，转为2亿元债权，该公司准备在美国纳斯达克上市，公司在股转债时承诺此笔2亿债权投资上市时收回，目前该2亿元债权投资在2008年底资产负债表中的“其他应收款”反映。

2008年底，公司固定资产合计537338.70万元，其中固定资产净额占69.84%，主要为高档服装设备、热电机组以及房屋建筑物，平均成新率66.00%。在建工程占30.15%，主要为

宁夏阳光多晶硅项目和结转的阳光股份纺织及后整理项目。

截至2008年底，公司本部资产总额1084321.92万元，其中流动资产和长期投资分别占62.03%和25.02%，固定资产、无形资产及其它分别占比9.76%和3.19%。与2007年底相比，受长期债权投资回收的影响，公司长期投资占比下降很快。受其他应收款减少以及长期股权投资增加的影响，公司资产结构较2008年底变化较大，2009年6月底，公司本部资产总额1160025.85万元，其中流动资产占比下降至43.15%，长期投资上升至45.26%，固定资产和无形资产占比变化不大，分别占8.63%，无形资产及其他占2.96%。

总体看，公司资产以流动资产为主，流动性较好。与以前年度相比，受益于长期债权投资的回收以及往来拆借资金的减少，公司整体质量有所改善。

3. 负债及所有者权益

2008年底公司（合并）所有者权益合计674527.48万元，其中实收资本占9.99%，资本公积占28.72%，盈余公积占16.18%，未分配利润占45.11%。2008年底公司少数股东权益289727.47万元，较2007年增长26.13%。公司近几年基本未向股东以现金形式分配利润。目前公司所有者权益以未分配利润和资本公积为主，稳定性一般。

2008年底公司（合并）负债总额1018712.14万元，其中流动负债占76.00%，长期负债占24.00%。与2007年底相比，公司债务结构有所改善。流动负债中，短期借款占68.30%，预收账款占16.39%，其中新增子公司江苏阳光置业有限公司预售房款占预收账款的75.34%；长期负债中，长期借款占98.71%。联合资信认为，公司历年的长短期借款数额较大，同时公司每年货币资金较为充裕，以往来款为主的其他应收款较大，公司资金管理有待于进一步强化。

2008 年底，公司合并口径的资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 51.37%、45.05%和 20.02%，公司本部的资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 37.54%、36.53%和 7.80%。公司债务负担较重，虽然公司本部债务负担低于公司合并口径，但公司本部长短期债务结构不尽合理。

受益于 2009 年上半年投资收益大幅的增长带来的未分配利润的增加，2009 年 6 月底公司合并口径及公司本部债务负担有所下降。截至 2009 年 6 月底，公司合并口径的资产负债率和全部债务资本化比率分别为 47.24%和 36.21%，公司本部的资产负债率和全部债务资本化比率分别为 28.54%和 27.38%。

根据公司预计，2009-2011 年，公司合并口径的全部债务资本化比率将分别为 42.19%、41.03%和 40.20%。

4. 盈利能力

受 2007 年 10 月江苏阳光置业发展有限公司转让的影响，2008 年公司（合并）主营业务收入和（合并）主营业务利润较去年同期大幅下降，但主导产业毛纺服装业务主营业务收入和营业毛利（营业毛利=主营业务收入-主营业务成本）同比增长 11.68%和 1.50%，受累于毛纺服装行业在 2008 年第四季度出口环境恶化的影响，其全年主营业务收入和营业毛利的增幅远低于 2008 年 1-9 月份主营业务收入 28.02%和营业毛利 30.66%的增幅。2008 年公司实现（合并）主营业务收入和营业毛利分别为 708254.48 万元和 106762.49 万元，其中毛纺服装分别占比 82.97%和 83.86%。

2008 年由于公司本部出售交通银行股份有限公司、阳光股份、上海浦东发展银行股份有限公司等流通股股票，以及转让子公司或者收取委托贷款利息，使得公司当年投资收益增加 43172.95 万元。2008 年公司实现投资收益 46936.94 万元，利润总额 90711.87 万元，2008

年公司利润总额与 2007 年基本持平。受益于房地产业务的合并以及房地产市场的回暖，2009 年上半年公司实现主营业务收入 451461.57 万元，为 2008 年同期的 1.05 倍；实现营业利润 42983.91 万元，为 2008 年同期的 1.31 倍；同时受益于转让海通证券股份导致投资收益大幅增长，2009 年上半年公司利润总额为 209543.95 万元，远高于 2008 年同期的 46967.49 万元。公司利润总额对投资收益依赖程度较高，稳定性较弱。

受全球经济下滑以及主营业务利润率相对较高的房地产业务转让的影响，2008 年公司主营业务利润率较去年同期下降 1.75 个百分点，2008 年为 14.43%。受益于投资收益等非经常性损益的增长，2008 年净资产收益率和总资产收益率分别较去年同期变化基本一致，2008 年为 8.12%和 5.13%。2009 年上半年由于主营业务利润率较高的房地产业务的纳入以及投资收益的实现，公司整体盈利能力显著增强。

从公司本部报表来看，2008 年公司本部实现主营业务收入和主营业务利润分别为 344201.83 万元和 339221.58 万元，主营业务利润率为 14.27%，与去年同期基本持平，但远高于行业平均水平。从结构来看，2008 年毛纺服装在公司本部主营业务收入和营业毛利中分别占比 99.10%和 98.20%，是公司本部盈利的主要来源。2008 年受益于公司本部上述股权转让的转让，当年公司的投资收益增长较快，为 41652.17 万元。投资收益的大幅增长拉动了公司本部盈利能力的提升，2008 年公司本部实现利润总额 71520.51 万元，较去年同期增长 27.14%。2008 年公司净资产收益率和总资产收益率分别为 8.07%和 7.09%。公司本部盈利能力一般。2009 年上半年，公司本部实现主营业务收入和主营业务利润分别为 177201.60 万元和 27541.92 万元，投资收益的大幅增长使得当期利润总额增长很快，2009 年上半年为 197359.73 万元。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2008 年底公司合并口径的流动比率为 165.57%，速动比率为 89.43%，公司经营现金流动负债比率为 26.36%，2009 年 6 月底公司流动比率和速动比率分别为 183.04%和 70.02%。公司经营活动产生的现金流入规模较大，能够满足日常资金周转需要，短期偿债能力处于正常范围。

从长期偿债能力指标看，2008 年公司合并口径的 EBITDA 利息倍数为 4.64 倍，利息支付能力良好；2008 年公司全部债务/EBITDA 为 4.82 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力偏弱。

从公司本部报表情况看，2008 年底公司本部流动比率和速动比率分别为 192.34%和 161.31%，2009 年 6 月底以上两项指标分别为 179.55%和 135.23%，由于公司本部流动资产以其他应收款和存货为主，其中其他应收款主要为对子公司的往来款，存货一方面为保持正常周转需要的原材料和在产品，但另一方面由于 2008 年尚未消化的原材料库存以及延迟提货的库存商品导致存货增加。根据公司流动资产的特性和债务结构，公司本部短期偿债压力较大。2008 年公司本部经营现金流动负债比率为 35.98%，公司短期偿债能力基本正常。2008 年公司本部 EBITDA 利息倍数为 4.97 倍，公司全部债务/EBITDA 为 3.73 倍。公司本部利息支付能力良好，长期债务支付能力偏弱。

考虑到公司未来整体盈利水平有望稳定增长，EBITDA 规模将快速增长；同时考虑到未来两年公司资本性支出规模不大，新增债务规模相对较少的因素，预计公司整体偿债能力将得以提高。

2009 年 6 月底，公司获得中、农、工、建、进出口银行等行的授信总额度为 98.60 亿元，已使用额度为 59.24 亿元，尚未使用的 39.36 亿元中均为流动贷款授信。公司融资渠道较畅通。

2008 年底，公司合并报表对外担保合计

2.04 亿元，担保比率 3.04%，明细如表 14。

表 14 2008 年底公司对外担保情况

被担保单位	担保金额（万元）
江苏汉德森服饰有限公司	5000
江苏大江金属有限公司	7500
张家港恒昌隆有限公司	1500
江阴华隆塑胶有限公司	2400
嘉康国际有限公司	1500
江苏新桥建工有限公司	2500
合计	20400

资料来源：公司财务报表附注

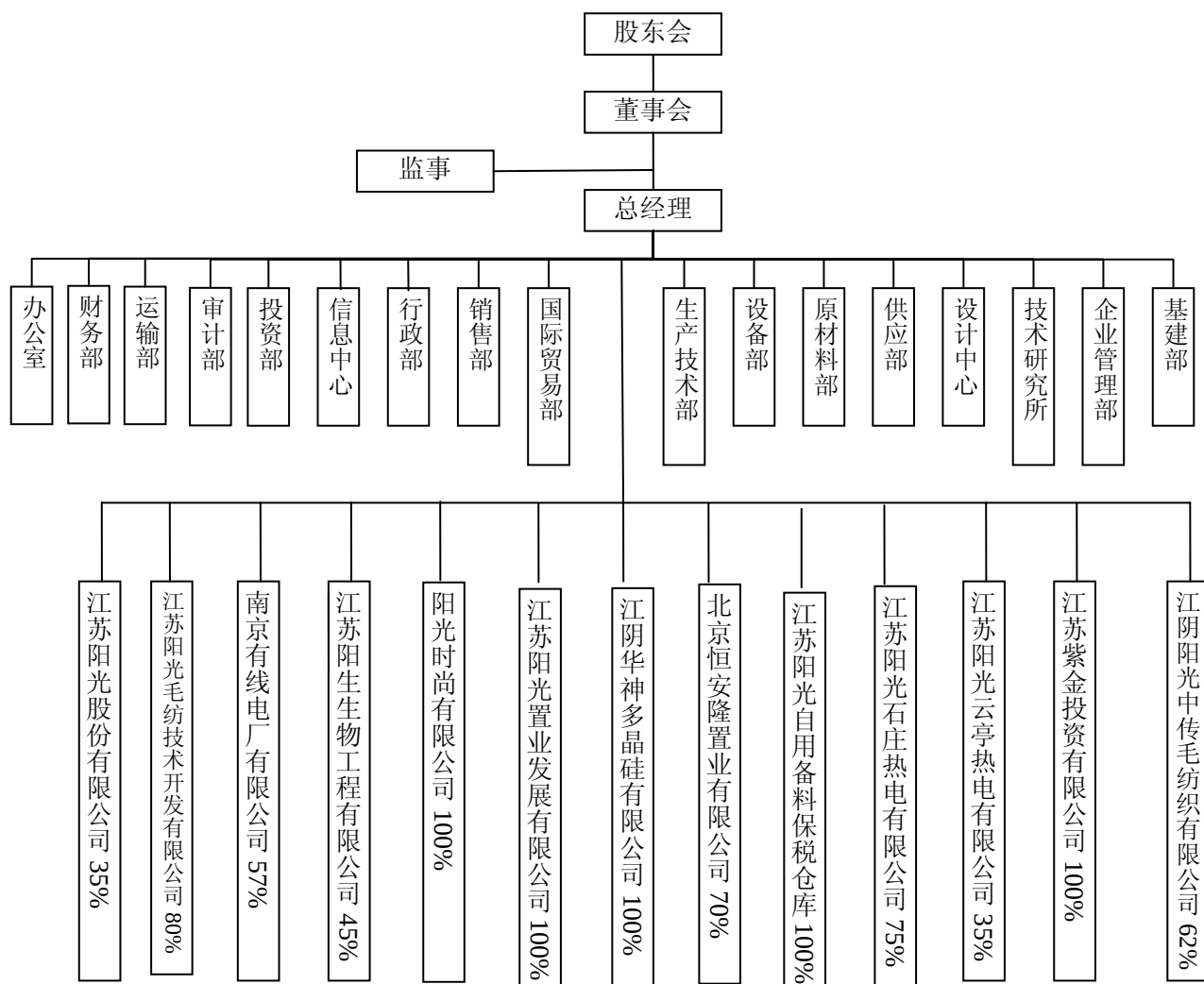
目前上述公司均正常经营，且担保比率较低，公司或有债务风险较小。

七、综合评价

公司目前是全球最大的毛纺生产企业，品牌、技术和规模优势明显。虽然原材料价格攀升、人民币升值以及全球经济增速下滑对公司毛纺服装业务产生了不利影响，但公司凭借其较强的价格转移能力，以及大幅增长的国内订单业务，有效缓解了同期业绩大幅下滑的风险；加之 2009 年以来公司房地产业务的纳入以及房地产市场的回暖助推了公司经营业绩的提升，同时投资收益的增长进一步强化了公司的盈利和偿债指标，降低了公司的债务负担。

未来几年公司整体盈利水平有望提升，以及新增债务规模相对较少的因素，公司整体偿债能力有望改善。综合来看，公司主体信用风险较低。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 2006~2009 年 6 月合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 6 月
流动资产					
货币资金	144714.96	173774.21	162635.21	6.01	172129.52
短期投资	8496.02	8700	4049.6	-30.96	4049.60
应收票据	4247.79	14700.79	13413.05	77.70	15974.87
应收股利			66.58		386.21
应收利息		29.03	31.05		64.80
应收账款	128030.74	110249.03	140356.8	4.70	137804.52
其他应收款	161801.39	158881.18	155063.24	-2.10	58418.08
预付账款	159700.11	241450.15	185226.22	7.70	149244.47
应收补贴款	534.4	252.61	651.77	10.44	
存货	542323.2	139058.82	589456.79	4.26	868565.08
待摊费用	21.61	3841.58	53.84	57.83	37.02
其他流动资产		36000	30813.56		
流动资产合计	1149870.23	886937.39	1281817.71	5.58	1406674.18
长期投资					
长期股权投资	44577.53	81231.65	72959.64	27.93	47490.31
长期债权投资		300000.00	1000.00		1000.00
长期投资合计	44577.53	381231.65	73959.64	28.81	48490.31
合并价差	1389.35		10298.70	172.26	9294.50
长期投资净额	45966.88	381231.65	84258.34	35.39	57784.81
固定资产					
固定资产原值	439371.53	469085.88	568638.67	13.76	571493.08
减：累计折旧	133191.35	152465.45	193346.43	20.48	208737.33
固定资产净值	306180.18	316620.43	375292.24	10.71	362755.75
减：固定资产净值减值准备					
固定资产净额	306180.18	316620.43	375292.24	10.71	362755.75
工程物资			28.09		1220.95
在建工程	45372.28	12462.69	162018.36	88.97	182160.12
固定资产清理					
固定资产合计	351552.46	329083.11	537338.70	23.63	546136.82
无形资产及其他资产					
无形资产	43035.22	41703.73	66417.41	24.23	64237.64
长期待摊费用	560.81	229.45	1543.23	65.89	685.18
其他长期资产	9744.45	9744.45	9998.32	1.29	9998.32
其他非流动资产		896.11	1593.38	-59.56	3066.45
无形资产及其他资产合计	53340.48	51677.64	79552.34	22.12	77987.60
资产总计	1600730.05	1649825.91	1982967.09	11.30	2088583.40

附件 2-2 2006~2009 年 6 月合并资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	2009 年 6 月
流动负债					
短期借款	364015.5	425086.6	528782.92	20.53	388231.54
应付票据	53000	65000	20428.46	-37.92	22470.48
应付账款	47255.73	24474.06	73510.29	24.72	58951.46
预收账款	62262.41	15275.91	126868.92	42.75	286641.05
应付工资	3707.25	4640.46	6013.08	27.36	6057.16
应付福利费	1090.73	1458.25	2446.67	49.77	1980.24
应交税金	3804.35	7497.69	4666.3	10.75	-9005.61
其他应交款	497.13	356.77	170.53	-41.43	-406.75
其他应付款	113758.36	8507.36	9394.73	-71.26	13338.91
预提费用	717.06	590.08	1913.96	63.38	96.20
一年内到期的长期负债	12000.00			-100.00	
短期债券		200000.00		8.13	
流动负债合计	662108.52	752887.17	774195.86		768506.79
长期负债					
长期借款	45200.00	67300.00	241350.00	131.08	214900.00
长期应付款	104437.62			-100.00	
专项应付款	1306.49	1572.30		-100.00	
其他长期负债			3166.28		3166.28
长期负债合计	150944.11	68872.30	244516.28	27.28	218066.28
递延税项					
递延税项贷款					
负债合计	813052.63	821759.47	1018712.14	11.94	986573.07
少数股东权益	235871.87	229711.46	289727.47	10.83	275792.28
所有者权益					
实收资本	67387.30	67387.30	67387.30		67387.30
资本公积	172295.42	172295.42	193715.32	6.03	193626.24
盈余公积	104687.54	107343.80	109126.11	2.10	109025.91
其中：法定盈余公积	103396.26	103519.09	108870.54	-100.00	108898.56
法定公益金					
储备基金	840.57	2493.14	127.78	-61.01	63.67
企业发展基金	450.71	1331.58	127.78	-46.75	63.67
未分配利润	207435.29	251328.46	304298.75	21.12	456178.60
归属于母公司的所有者权益合计	551805.55	598354.98	674527.48	10.56	826218.05
负债及所有者权益合计	1600730.05	1649825.91	1982967.09	11.30	2088583.40

附件 3 2006~2009 年 6 月合并利润及利润分配表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	09 年 1-6 月
一、主营业务收入	778587.38	910910.54	708254.28	-4.62	451461.57
减: 主营业务成本	646370.20	743739.16	601491.79	-3.53	372609.06
主营业务税金及附加	14007.21	19797.35	4571.30	-42.87	8294.76
二、主营业务利润	118209.97	147374.03	102191.19	-7.02	70557.76
加: 其他业务利润	2944.44	7338.03	13314.04	112.64	2926.66
营业费用	9959.84	8358.62	6670.34	-18.16	3627.06
管理费用	18143.20	19321.68	25291.77	18.07	13821.94
财务费用	20736.22	35947.77	40462.32	39.69	13051.51
三、营业利润	72315.15	91083.99	43080.80	-22.82	42983.91
加: 投资收益	2771.08	3763.99	46936.94	311.56	166295.63
补贴收入	254.50		10.00	-80.18	
营业外收入	48.43	244.63	2099.66	558.42	278.71
减: 营业外支出	1618.87	450.7	1415.53	-6.49	14.30
加: 以前年度调整					
四、利润总额	73770.28	94641.91	90711.87	10.89	209543.95
减: 所得税	23061.21	23831.16	19212.44	-8.73	51670.20
少数股东损益	17736.22	20765.68	16746.83	-2.83	6094.09
五、净利润	32972.85	50045.07	54752.60	28.86	151779.66
加: 年初未分配利润	179181.67	207435.29	251328.46	18.43	304298.75
其他转入	547.32	66.55	4298.30	180.24	128.22
六、可供分配的利润	212701.84	257546.91	310379.35	20.8	456206.63
减: 提取法定盈余公积	4373.99	5311.51	5964.66	16.78	28.02
提取法定公益金					
提取储备基金	257.09	106.85	57.97	4394.76	
提取职工奖励及福利基金	484.85	650.30			
提取企业发展基金	150.62	106.85			
七、可供股东分配的利润	207435.29	251371.39	304298.75	21.12	
减: 应付优先股股利					
应付普通股股利		42.94			
转作股本的普通股股利					
八、未分配利润	207435.29	251328.46	304298.75	21.12	456178.60

附件 4 2006~2009 年 6 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)	09 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	848025.27	1016204.57	835878.76	-0.72	664458.53
收到的税费返还	7745.73	5469.81	5980.05	-12.13	853.13
收到的其他与经营活动有关的现金	2217.06	243145.93	210529.11	874.47	47054.86
现金流入小计	857988.07	1264820.30	1052387.92	10.75	712366.51
购买商品、接受劳务支付的现金	616694.96	1033080.74	698279.67	6.41	534200.08
支付给职工以及为职工支付的现金	32805.64	30688.50	33548.54	1.13	18984.10
支付的各项税费	53309.77	59485.49	52310.12	-0.94	83034.51
支付的其他与经营活动有关的现金	104715.69	16279.44	64146.31	-21.73	20640.76
现金流出小计	807526.05	1139534.17	848284.64	2.49	656859.45
经营活动产生的现金流量净额	50462.02	125286.13	204103.28	101.11	55507.06
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金	23019.69	55356.66	118695.61	127.07	270340.43
取得投资收益所收到的现金	90.12	92.58	4826.09	631.79	41295.80
处置固定资产、无形资产和其他	3470.82	1954.23	2522.02	-14.76	4822.61
收到的其他与投资活动有关的现金	3904.93		3395.69	-6.75	202.96
现金流入小计	30485.56	57403.48	129439.40	106.06	275366.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	55140.25	99282.83	170255.02	75.72	19679.93
投资所支付的现金	42688.77	71057.43	125611.41	71.54	91921.31
支付的其他与投资活动有关的现金	17268.27	301242.66	322.77	-86.33	3160.34
现金流出小计	115097.30	471582.92	296189.20	60.42	114761.57
投资活动产生的现金流量净额	-84611.74	-414179.44	-166749.80	40.38	160604.42
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	5120.00	236763.41	12361.59	55.38	
借款所收到的现金	574017.12	714902.69	1081473.83	37.26	391663.64
收到的其他与筹资活动有关的现金	124.72	19058.79	36422.10	1608.89	
现金流入小计	579261.84	970724.89	1130257.53	39.69	391663.64
偿还债务所支付的现金	474122.33	570134.95	1114527.52	53.32	568544.20
分配股利、利润或偿付利息所支付现金	21866.62	46253.01	42604.38	39.58	23403.67
支付的其他与筹资活动有关的现金	4836.16	34840.62	14037.50	70.37	5600.00
现金流出小计	500825.12	651228.58	1171169.40	52.92	597547.86
筹资活动产生的现金流量净额	78436.72	319496.31	-40911.87		-205884.22
四、汇率变动对现金的影响	-377.72	-1543.75	-108.95	-46.29	-732.95
五、现金及现金等价物净增加额	43909.27	29059.25	-3667.34		9494.31

附件 5 2006~2008 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 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				
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	32972.85	50045.07	54752.60	28.86
加: 少数股东损益	17736.22	20765.68	16746.83	-2.83
计提的资产减值准备				
计提的坏帐准备或转销的坏帐	2740.52	-268.83	1244.74	-32.61
固定资产折旧	30568.71	31276.73	36506.18	9.28
无形资产摊销	1753.57	1574.73	1281.21	-14.52
长期待摊费用摊销	77.57	314.90	194.19	58.22
待摊费用减少(减:增加)	-6.44	-3819.97	3768.63	
预提费用增加(减:减少)	442.55	4.10	17.11	-80.34
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	631.02	156.73	393.57	-21.03
固定资产报废损失	649.67	240.46		
财务费用	20552.46	34515.45	38922.64	37.62
投资损失(减:收益)	-2771.08	3763.99	-46936.94	311.56
递延税款贷项(减:借项)			-339.03	
存货的减少(减:增加)	-31474.02	-218575.84	-49954.73	25.98
经营性应收项目的减少(减:增加)	-62969.00	120646.74	137096.49	
经营性应付项目的增加(减:减少)	39557.43	84646.19	10409.81	-48.7
其他				
经营活动产生的现金流量净额	50462.02	125286.13	204103.28	101.11
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	144714.96	173774.21	153337.42	2.94
减: 货币资金的期初余额	100805.70	144714.96	157004.76	24.8
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	43909.27	29059.25	-3667.34	

附件 6 主要财务指标

指 标	2006 年	2007 年	2008 年	加权平均值	2009 年 6 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	5.83	7.47	5.08	5.95	--
存货周转次数(次)	1.37	2.42	1.65	1.83	--
总资产周转次数(次)	0.54	0.59	0.39	0.48	--
盈利能力					
主营业务利润率(%)	15.18	16.18	14.43	15.11	15.63
总资本收益率(%)	4.02	5.13	5.13	4.91	--
净资产收益率(%)	5.98	8.36	8.12	7.76	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	5.43	7.52	20.02	13.35	16.32
全部债务资本化比率(%)	37.58	47.77	45.05	44.37	36.21
资产负债率(%)	50.79	49.81	51.37	50.79	47.24
偿债能力					
流动比率(%)	173.67	117.80	165.57	152.86	183.04
速动比率(%)	91.76	99.33	89.43	92.87	70.02
EBITDA 利息倍数(倍)	6.99	5.09	4.64	5.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.83	4.76	4.82	4.60	--
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.07	-0.38	0.05	-0.10	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.93	-9.24	1.06	-2.63	--
现金流					
现金收入比(%)	108.92	111.56	118.02	114.26	147.18
利润现金比率(%)	153.04	250.35	372.77	292.10	--

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率*	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
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%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

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 8 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

联合资信评估有限公司关于 江苏阳光集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在江苏阳光集团有限公司主体长期信用等级有效期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

江苏阳光集团有限公司应按联合资信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。江苏阳光集团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，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江苏阳光集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现江苏阳光集团有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如江苏阳光集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信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，直至江苏阳光集团有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如江苏阳光集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送江苏阳光集团有限公司、主管部门、交易机构等。

