

信用等级公告

联合[2012] 1089 号

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
二零一二年十二月十一日



江苏阳光集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2012 年 12 月 11 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
资产总额(亿元)	223.72	270.18	331.54	353.52
所有者权益(亿元)	74.20	85.11	94.92	97.69
长期债务(亿元)	27.30	34.83	42.48	52.75
全部债务(亿元)	76.40	97.50	148.56	164.92
营业收入(亿元)	103.44	127.17	166.99	103.78
利润总额(亿元)	10.60	17.25	16.06	1.67
EBITDA(亿元)	17.84	26.74	30.40	--
主营业务利润率(%)	15.15	19.00	14.57	13.19
净资产收益率(%)	9.12	12.83	10.41	--
资产负债率(%)	53.35	52.44	55.51	58.68
全部债务资本化比率(%)	42.26	43.15	50.18	53.09
流动比率(%)	163.12	170.42	150.58	146.85
全部债务/EBITDA(倍)	4.28	3.65	4.89	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.65	7.89	4.93	--

注: ①公司使用旧会计准则, 所有者权益未包含少数股东权益;
②2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

胡岩 赵杰

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

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、工艺和规模等方面的优势; 近年来, 公司在保持主营业务毛纺服装稳定经营的基础上, 推动多元化经营, 收入规模稳步增长。同时, 联合资信也关注到光伏行业景气度超预期下滑、房地产业务受宏观调控影响较大等因素对公司相关业务板块业绩带来压力, 进而对其偿债能力产生不利影响。

未来公司将缩减房地产投资力度; 光伏板块将向全产业链延伸, 投资电站形成规模, 电站转让收益有望改善光伏板块经营状况; 伴随公司毛纺服装业务销售渠道不断扩张, 未来纺织服装板块业务将维持稳定发展。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, 主营业务毛纺服装经营稳定。
3. 公司太阳能业务基本形成产业链, 投资电站总计超过 400MW, 未来电站转让收益有望改善光伏板块的经营状况。

关注

1. 原材料及劳动力成本攀升等外部环境对公司纺织业务造成不利影响。
2. 公司近年先后涉足地产、太阳能、热电等多项领域, 业务板块跨度较大。
3. 国家房地产宏观调控趋紧, 公司房地产板块未来发展不确定性较大。

4. 光伏行业景气度下行，公司光伏板块的经营压力显著加重，2012 年前 3 季度大幅亏损，后续经营状况仍有待观察。
5. 公司债务规模增加快，短期债务占比高。

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、评级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、联合资信与评级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 2012 年 12 月 11 日至 2013 年 12 月 10 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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 2012 年 9 月底，公司注册资本为 197387.30 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（持有江阴阳光投资有限公司 58.29%的股权）。

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，涉及太阳能、房地产、热电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 家企业之一。

公司内设 17 个职能部门。截至 2012 年 9 月底，公司拥有子公司 13 家（见附件 1-1），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；2011 年，公司子公司海润光伏科技股份有限公司（以下简称“海润光伏”）与江苏申龙高科集团股份有限公司（上海证券交易所上市公司，股票代码 600401，股票简称“ST 申龙”）达成了换股交易预案，2012 年 2 月 17 日，海润光伏重组申龙高科，在上海证券交易所复牌上市。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额 331.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益 52.58 亿元）147.50 亿元；2011 年公司实现主营业务收入 166.99 亿元，利润总额 16.06 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司（合并）资产总额 353.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益 49.86 亿元）146.06 亿元；2012 年 1~9

月公司实现主营业务收入 103.78 亿元，利润总额 1.67 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：陈丽芬。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在 2011 年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011 年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011 年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国 2011 年国民经济和社会发展统计公报》，2011 年国内生产总值 471564 亿元，比上年增长 9.2%。其中，第一产业增加值 47712 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 220592 亿元，增长 10.6%；第三产业增加值 203260 亿元，增长 8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 10.1%，第二产业增加值比重为 46.8%，第三产业增加值比重为 43.1%。

2011 年，中国全社会固定资产投资 311022 亿元，比上年增长 23.6%，扣除价格因素，实际增长 15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933 亿元，增长 23.8%；农户投资 9089 亿元，增长 15.3%。东部地区投资 130319 亿元，比上年增长 20.1%；中部地区投资 70783 亿元，增长 27.5%；西部地区投资 71849 亿元，增长 28.7%；东北地区投资 32687 亿元，增长 30.4%。

2012 年 1-9 月实现 GDP 353480 亿元，同比增长 7.7%。其中，三季度和二季度比，下滑了 0.2 个百分点。虽然经济增速仍然在下

滑，但下滑的幅度在收窄，经济逐渐企稳的态势已显现。1-9 月份，规模以上工业增加值同比增长 10.00%，比 1-6 月份回落 0.5 个百分点。总体来看，中国经济仍处于“筑底”阶段。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年上半年，全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同期增长 44.1%和 36.4%。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011 年年末，中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%，增速比上年低 4.1 个百分点，比年初增加 7.47 万亿元。

2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~9 月，央行 3 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。央行货币政策委员会 2012 年第三季度例会指出，当前中国经济金融运行呈现缓中趋稳态势，物价形势基本稳定，全球经济仍较为疲弱。会议还强调，要密切关注国际国内经济金融最新动向及其影响，继续实施稳健的货币政策，同时，着力提高政策的针对性、灵活性和前瞻性，根据形势变化适时适度进行预调微调，正确处理保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期三者的关系。综合运用多种货币政策工具，引导货币信贷平稳适度增长，保持合理的社会融资规模。优化金融资源配置，有效解决信贷资金供求结构性矛盾，防范金融风险，提高金融服务水平，更好地支持实体经济，促进国民经济平稳较快发展。继续发挥直接融资的作用，更好地满足多样化投融资需求，推动金融市场规范发展。稳步推进利率市场化改革，完善人民币汇率形成机制，增强人民币汇率双向浮动弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务讨论通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新

能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

三、行业及区域经济环境

1. 区域经济概况

公司地处江阴市，其经营发展取决于江阴市经济水平及未来发展规划。

江阴市位于长江三角洲中部，面积988平方公里，北濒长江，南临太湖，西连常州，东邻苏州，距上海、南京各150公里左右，是一座滨江港口城市。江阴市有15个镇，1个街道办事处，250个行政村，7289个村民小组，106个社区居民委员会(其中18个为村区合一)。2011年末，江阴市全市户籍总人口120.88万人，城市建成区面积53.8平方公里。

江阴市北枕长江，有长江公路大桥与泰州市市相连；南近太湖，有锡澄高速公路与无锡市相接；东接苏州；西连常州，地处苏锡常“金三角”几何形中心，是长江下游集水、路、铁于一体，江、河、湖、海联运的重要交通枢纽城市。

2011年，江阴市国民经济保持平稳增长。全市实现地区生产总值2335.9亿元，按可比价格计算，比上年增长12.0%。其中第一产业增加值43.0亿元，增长5.8%；第二产业增加值1354.4亿元，增长10.7%；第三产业增加值938.5亿元，增长14.3%。产业结构继续优化，第一、第二、第三产业增加值在地区生产总值中的构成比例为1.8:58.0:40.2，三产增加值占GDP比重比上年提高1.2个百分点。

2011年，江阴市工业经济较快增长。全市工业用电量211.8亿千瓦时，比上年增长6.7%。全市完成工业总产值6435.9亿元，比上年增长17.9%；其中规模以上工业企业实现产值5976.6亿元，比上年增长18.2%。其中轻工业实现产值1580.3亿元；重工业实现产值4396.3

亿元。在全市跟踪统计的15种重点产品中，有10种产品的产量实现增长。工业骨干企业支撑作用明显。华西村、兴澄特钢、三房巷集团、新长江实业、阳光集团等5家企业集团主营业务收入超200亿元，西城三联、法尔胜集团、海澜集团、双良集团、中油沥青、扬子江船厂、澄星实业、华宏实业等8家企业集团主营业务收入超100亿元，10家企业超50亿元，10家企业超30亿元，11家企业超20亿元，33家企业超10亿元。68家工业企业利税总额超亿元，其中超60亿元1家，超10亿元的11家。百强企业贡献继续增大。全市工业百强企业全年完成产品销售收入4093.3亿元，实现利税414.4亿元，分别占全市工业总量的64.1%和63.6%。

2011年，江阴市固定资产投资呈现较快增长。全年固定资产投资完成711.9亿元，比上年增长17.5%。分产业投向：第一产业投资12.6亿元，比上年下降13.4%，第二产业投资362.8亿元，比上年增长14.5%，第三产业投资336.5亿元，比上年增长22.8%。分注册类型：国有经济投资67.9亿元，比上年下降16.3%，三资经济投资95.1亿元，比上年下降6.6%，其他经济投资549.0亿元，比上年增长25.5%。全年固定资产投资建成投产项目793个，项目建成投产率为84.5%；新增固定资产投资553.9亿元，固定资产交付使用率为77.8%。

2011年，江阴市财政收入稳步增长。全年全市实现全口径财政收入445.0亿元，比上年增长16.5%；一般预算收入153.4亿元，比上年增长17.3%；基金收入120.5亿元，比上年增长7.3%；上划中央四税收入171.7亿元，比上年增长23.1%。财政支出结构继续调整。一般预算支出136.4亿元，比上年增长17.7%；社会保险基金支出21.9亿元，比上年增长31.5%。江阴市被中央确定为全国改革开放30年18个典型地区之一，荣膺影响中国改革十大创新城市。近年来，在一般预算支出中，江阴市经济建设类支出在地方财政支出中均

保持在 30%左右。江阴市地方财政收入的稳定增长为其城市基础设施建设提供了稳定的财力支持。

表 1 近年来江阴市地方政府债务情况
(单位: 亿元、%)

年度	GDP	综合财力
2007	1197.53	130.71
2008	1540.90	179.36
2009	1713.00	229.75
2010	2000.92	281.09
2011	2335.87	306.36

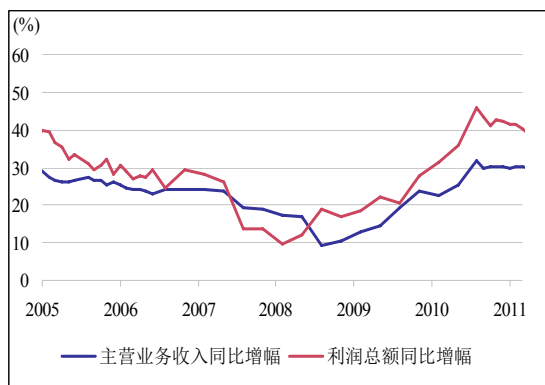
资料来源: 公司提供

总体来看, 江阴市区域经济实力和财政实力持续增强, 为公司发展提供了良好的区域环境。同时, 城乡居民收入水平的提高, 加大了对城市基础设施和公用事业的需求。公司业务发展前景良好。

2. 毛纺织服装行业

(1) 行业概况

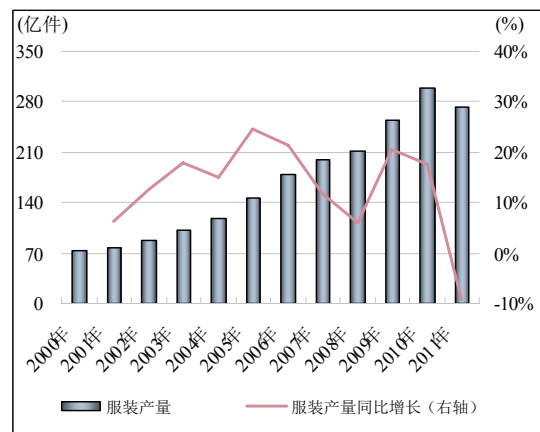
图 1 近年中国纺织行业发展情况



数据来源: wind 资讯

纺织行业是劳动密集型行业。2003 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。国家统计局数据显示, 中国纺织行业工业总产值从 2003 年的 7466.10 亿元增加到了 2011 年的 25735 亿元, 年均增长率达 13.17%。

图 2 中国服装产量及增长情况



数据来源: wind 资讯

2010 年, 受全球经济复苏步伐的逐步推进等影响, 中国纺织品服装景气程度呈现较快的恢复上涨, 销售增速恢复并超过危机前水平。受国际市场持续低迷、原材料价格波动、成本增加、资金短缺等因素影响, 2011 年纺织服装行业生产经营面临较大困难和压力, 行业景气度出现明显下降。根据国家统计局数据, 2011 年, 全国服装产量达 254.2 亿件, 增长 8.1%; 全行业 500 万元以上项目固定资产投资总额达 6799.1 亿元, 同比增长 36.3%; 规模以上企业实现利润 2956.42 亿元, 同比增长 25.94%, 但是下半年与上半年相比, 利润增速大幅度下降, 主要缘于行业面临的原材料成本、用工成本、资金成本等成本要素的压力越来越大。根据中国纺织工业联合会对重点产业集群跟踪数据, 2011 年规模以上企业销售收入同比增长 6.71%, 利润同比增长 9.9%, 远低于规模以上企业增长水平, 其经营收入增长和利润增长都仅为个位数。出口方面, 据海关统计, 2011 年, 纺织品服装出口总额 2541.2 亿美元, 同比增长 19.9%; 其中, 出口价格同比提高 19.3%, 但出口数量同比仅增长 0.5%。根据中国纺织工业联合会数据, 9 个出口比重大于 20% 的服装产业集群, 规模以上企业的利润总额同比增长仅为 4.7%。根据中华全国商业信息中心监测统计, 2011 年外需仍然疲弱, 纺织服装出口呈前高

后低趋势，与欧美经济的走势基本一致，体现了欧美经济不振对纺织服装出口的负面影响。

2012年纺织行业销售增速延续2011年下半年以来的回落走势，全球经济环境的低迷使得纺织服装的需求增速依然持续放缓。2012年，纺织行业利润下降，企业亏损面扩大，上半年规模以上纺织企业累计实现利润总额917亿元，同比下降2.4%，增速比上年同期低40.5个百分点；规模以上企业亏损面达18.6%，较上年同期高5.4个百分点。纺织、服装出口微幅增长。海关总署数据显示，2012年前三季度，服装出口1160.6亿美元，增长0.7%；纺织品710.5亿美元，增长0.2%；鞋类346.3亿美元。联合资信认为，行业收入的增长主要来自于内销收入的良好表现，而2012年出现亏损的主要原因是原材料价格波动以及国内外棉差价过大、国内外需求增速放缓、出口减少、出口退税率累计多次下调后带来的成本上升。

总体看，受到国内外整体消费需求乏力、订单萎缩、增长动力不足以及主要原材料、用工成本上升等因素的影响，2012年以来，纺织服装行业销售收入出现明显滑坡。短期内纺织服装企业仍将面临的需求不足、市场销售前景下滑压力。此外，竞争加剧、原材料价格震荡、用工成本继续上涨，加上资金趋紧也对行业内中小企业形成很大压力。

毛纺织和染整精加工行业是纺织行业的重要子行业，按产品可分为精梳呢绒、粗梳呢绒、毛混纺呢绒等，其中精梳呢绒在纺织工业中被称为“技术纺织”，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”。精梳呢绒作为高档服装面料，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。目前，中国已成为世界最大的毛精梳产品生产国家，精梳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。

2011年，虽然国内外经济形势复杂多变，但中国毛纺织行业克服诸多不利因素的影响，努力消化企业运行成本，减少损失、提高效益，总体运行相对平稳。2011年底，中国毛纺织和染整精加工工业企业达1087家，行业总资产达1276.5亿元，同比增长14.01%，规模以上毛纺织和染整精加工工业企业实现主营业务收入达1914.57亿元，同比增长19.32%；实现利润总额达107.34亿元，同比增长36.43%。

（2）行业竞争

与棉纺行业等不同，精毛纺行业存在着一定的进入壁垒。精梳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、英国和日本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。目前国际上高端市场是指精梳呢绒支数在100支以上的，主要生产地区在英国、意大利和中国，支数100支以下的中、低端市场集中在东亚地区。

中国的精梳呢绒行业通过多年的发展，

形成了基本稳定的竞争格局。从生产能力、技术水平以及在国内外的知名度来看，目前中国具有较强竞争实力的精梳呢绒生产厂商主要是江苏阳光、南山纺织、山东如意和凯诺科技，产能合计占全行业产能的30%以上，其余毛纺织企业规模较小、技术落后，竞争能力弱。

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，如江苏阳光、凯诺科技所在的江苏江阴毛纺产业集群。

（3）行业供需

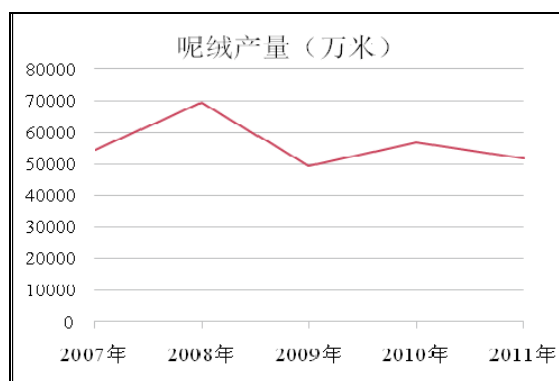
从原材料看，毛纺行业上游原料以羊毛为主，生产高品质精梳呢绒所需羊毛主要依赖进口，对外依存度较高。2011年，中国共进口羊毛33.13万吨，其中含脂毛26.68万吨，洗净毛5.24万吨，羊毛条0.92万吨，整体羊毛进口量同比下降0.63%，其中超过70%来自澳大利亚。作为全球最大的羊毛生产国，为保护当地畜牧业，澳大利亚的羊毛主要通过澳大利亚政府下属的国际羊毛局定期举办拍卖会的形式出售羊毛。中国毛纺企业由于较为分散，单一企业规模较小，中国毛纺企业的整体议价能力较弱。

中国毛纺工业在市场资源配置的作用下，产业布局主要集聚在靠近市场的沿海地区，上下游产业链配套齐全，产业集群作用凸显，企业技术进步突飞猛进，国际竞争力不断增强，加之在全球经济一体化的趋势下，中国承接了全球产业的转移，使得近年中国毛纺产品出口快速增长。当前毛纺服装类产品的国际市场份额达到45%，非服装类产品的国际市场份额超过15%。随着内需的持续增长和国际市场份额的稳步上升，中国毛纺工业一直处在上行的发展阶段。

目前中国毛纺工业产能世界第一，中国

羊毛年加工量达40万吨（净毛），约占世界羊毛加工总量的35%。江苏、上海、山东、浙江、天津仍然是精梳呢绒的主要出口地区。近年中国呢绒产量走势如下（图3），目前总体产量处于企稳回升阶段。

图3 2007~2011年中国呢绒产量



数据来源：中国纺织工业协会统计中心

市场需求方面，受到国内外整体消费需求乏力、订单萎缩、增长动力不足以及主要原材料、用工成本上升等因素的影响，2011年以来，纺织服装行业景气度下滑。作为纺织行业的重要子行业，毛纺织行业同样面临国外客户订单下降的压力。自从经济危机以来，受到外部需求严重冲击的中国毛纺织企业充分认识到国内市场的重要性——不仅中国国内的潜在需求量大，而且需求稳定。2009~2011年，中国毛纺织和染整加工业的内销比例分别为86.25%、84.95%和82.28%，较为稳定。由于国际采购商采取全球招标的采购方式，必然使中标价格维持在相对低位，而国内市场随行就市的议价方式能够保证企业获得高于国际市场的利润率。此外，随着人民生活水平的上升，消费者对高端纺织品的需求也越来越旺盛，国内市场将成为毛纺企业的核心市场。

（4）行业技术水平

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，其生产技术也曾一度由意大利、英国、德国、日本、韩国、台湾等国家和地区所控制。近年来，发展中国家尤其是中国的毛纺企业利用

全球毛纺行业调整趋势，抓住发展机遇，不断进行技术改造和技术创新，逐渐具备了生产中、高档产品的技术实力和工艺水平。在研发方面，中国走在行业前列的江苏阳光、南山纺织、山东如意和凯诺科技等企业已经能够与世界顶级羊毛制品企业竞争，技术差距在不断缩小。

（5）行业关注

羊毛市场价格波动剧烈挤压了毛纺织行业的盈利空间

毛纺织行业的直接成本构成主要包括人工成本和原材料成本。2006~2010 年，国际羊毛价格处于波动状态，在金融危机之后的 2009 年上半年达到最低。但这之后羊毛价格涨速较快，尤其 2010 年，国际羊毛市场价格在高位震荡，第四季度随着原材料价格的涨价风潮，羊毛价格屡攀新高，达到近 20 年来羊毛价格的最高值。2011 年上半年，国际市场羊毛价格仍继续维持高价位，但进入下半年，在全球经济衰退的阴影笼罩下，羊毛市场开始进入调整观望阶段。据南京羊毛市场统计，到 9 月底，澳大利亚羊毛东部拍卖指数与 6 月最高点缩水了近 14%，而指数美金价缩了近 19%。主要羊毛生产国气候状况等因素造成羊毛低供应量，美元与主要羊毛生产国的汇率变动也将影响羊毛价格。由于全球金融市场的风险厌恶情绪增加，澳元汇率从 2011 年 7 月份最高点 1.074 一路下滑至 0.982。澳毛美金价在毛价与汇率双跌的情况下，下跌幅度大于澳元价，从 2011 年 7 月初的 1447 美分/公斤一路下跌，截至 2012 年 11 月 15 日，澳毛美金价为 1044 美分/公斤。

人民币升值对出口企业造成不利影响

对于毛纺织进出口企业，汇率变动带来的影响也是一项重要因素。自 2010 年 6 月 19 日中国宣布进一步推进人民币汇率形成机制改革后，特别是 9 月以来，由于人民币恢复浮动汇率，美元对人民币汇率中间价大幅跳水，连续创下汇改以来新低，2010 全年美元

兑人民币累计平均值为 6.78 元，比上年升值 1%，最低达 6.58 元。2011 年人民币升值幅度接近 4.86%，在一定程度上对出口企业造成不利影响。

（6）行业政策和发展趋势

2010 年底发布的《纺织工业“十二五”科技进步纲要》对“十二五”时期纺织行业开发应用核心技术，成为世界上自主掌握纺织高新技术的主要国家之一提出了要求，具体实施目标包括主流工艺、技术和装备达到国际先进水平；大规模实现清洁生产，基本建立低碳、绿色、循环经济体系；主要企业具备较强的自主创新能力，技术和产品研发、检测中心完备，拥有高素质、专业化的科技创新人才队伍，研发投入强度达到 3%~5%；行业信息化技术开发和应用接近或达到国际先进水平，推动管理和营销模式的现代化；生产效率继续提高，到“十二五”末，规模以上企业劳动生产率争取比 2010 年翻一番。根据上述目标，“十二五”期间的纺织行业科技进步重点实施内容为：突破十大类 50 项关键技术，其中包含的织造关键技术、印染高新技术、现代纺织服装制造技术、纺织标准研究等与公司密切相关的技术创新领域；在全行业重点推广 110 项先进适用技术，其中包括纺纱织造环节、服装制造环节和染整环节。这些要求旨在逐渐改变中国传统纺织行业经济附加值低、环境污染较严重的局面，提高行业整体竞争力。

2012 年 1 月 19 日，工业和信息化部发布了《纺织工业“十二五”发展规划》，以推进纺织工业由大变强。纺织服装行业作为国内市场化程度最高的行业之一，近年正在经受着来自于外部市场需求波动以及包括劳动力成本上涨等行业本身压力，行业也正处于战略转型的重要关口。《纺织工业“十二五”发展规划》的制定，为行业的整体产业发展提供方向，也为行业未来投资机会的挖掘提供指引。《纺织工业“十二五”发展规划》提出纺织工业

发展总量目标,“十二五”期间行业规模以上纺织企业工业增加值年均增长 8%,工业增加值率提高 2 个百分点。至“十二五”末全行业出口总额达到 3000 亿美元,年均增长 7.5%。全行业纤维加工总量达到 5150 万吨,年均增长 4.5%。产品质量水平进一步提高,品牌建设能力明显增强。形成具有国际影响力的品牌 5~10 个,国内市场认知度较高的知名品牌 100 个。年销售收入超百亿的品牌企业 50 家,品牌产品出口比重达到 25%。

总体看,国内纺织服装产业正由“产能扩张”向“价值增长”、由“依赖出口”向“内外兼顾”转变。未来一段时间,中国纺织服装产业发展速度将放缓,但产业体系的构建、价值体系的重塑、市场体系的完善等,将使纺织服装产业内在素质得到根本提升,从而完成中国纺织服装产业在国际分工中产业地位的升级,并以此赢取未来发展的契机。作为纺织服装产业的高端产品,受益于行业的深刻变革和国内消费升级趋势,毛纺行业的技术更新和产业升级步伐将加快。

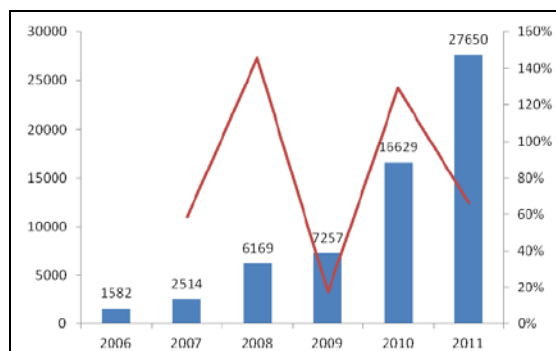
3. 太阳能行业

太阳能光伏发电具有安全可靠、无噪音、无污染、制约少、资源广阔等其他常规能源所不具备的优点。太阳能作为替代石化能源的重要可再生能源,被公认为是 21 世纪重要的新能源。

目前基于太阳能的光伏发电技术已应用于并网发电、民用发电、公共设施以及节能建筑一体化等方面。光伏发电的成本相比较传统发电成本而言,成本较高的情况下,完全商业化运作的并网光伏发电上网电价成本高达 3~4 元/千瓦,约为火力发电价格的 11~14 倍,价格上无法与火电竞争。受金融危机影响,2009 年全球光伏市场新增装机量为 6.6GW,相比 2008 年增长了约 16%,增速大幅下降。截至 2009 年底,全球光伏累计并网规模达到 7.26GW。自 2011 年开始,各光伏

主要市场国光伏政策刺激效果显现,根据 EPIA(欧洲光伏产业协会)统计,2010 年和 2011 年,全球光伏发电安装量分别达到为 16.6GW 和 27.7GW,同比分别增长 128.97% 和 67.00%。

图 4 2006~2011 年全球太阳能光伏并网规模
(单位: 千瓦)



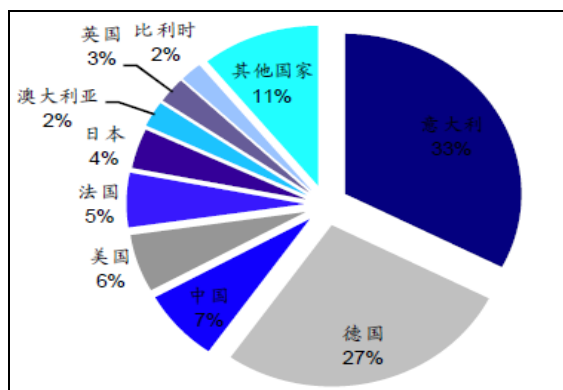
资料来源: EPIA

全球光伏发电市场主要集中于欧洲国家,其次为日、美、韩等国,合计约占全球 80% 左右的市场份额。从各国装机情况来看,意大利和德国成为全球安装量最高的国家,占全球市场 60%,其中意大利光伏装机量首次超越德国市场,装机量达 9GW,德国以 7.5GW 的装机量退居第二。继意大利、德国之后,中国以 2GW 的装机容量排名世界第三,美国以 1.6GW 的装机容量排名第四。随后的顺序依次是法国 (1.5GW)、日本 (1.1GW)、澳大利亚 (700MW)、英国 (700MW)、比利时 (550MW) 与西班牙 (400MW)。

相对于光伏发电需求而言,光伏发电的电池片及电池组件产能组件主要集中于以中国为首的亚洲地区。目前市场中太阳能光电转换电池主要分为两类,一类是晶体硅电池,包括单晶硅 (sc-Si) 电池、多晶硅 (mc-Si) 电池两种,目前,市场上并网光伏发电项目几乎全部采用稳定性好、转换效率较高的晶体硅太阳能电池,以晶体硅为原材料的太阳能光伏电池占 90% 以上;另一类是薄膜电池,主要包括非晶体硅 (a-Si) 薄膜太阳能电池、铜铟镓硒 (CIGS) 太阳能电池和碲化镉 (CdTe)

太阳能电池。

图 5 2011 年世界装机容量前十名



资料来源：EPIA

晶体硅太阳能电池一直是主流产品，其中多晶硅太阳能电池自 1998 年开始成为世界光伏市场的主角，但晶体硅太阳能电池对晶体硅纯度要求较高，能耗大。2005~2008 年，多晶硅价格维持在较高水平，硅料成本的快速增长一定程度上制约了晶体硅太阳能电池的发展。2008 年以后，随着上游多晶硅原料的垄断格局被打破，硅料供给大幅增长，成本大幅下降，上游原材料价格的回归理性也将带动晶体硅太阳能电池产能的扩增。由于多晶硅生产工艺复杂，国内多晶硅需求多通过进口满足。2011 年，中国总计进口多晶硅 64613.86 吨，同比增长 36.00%。其中，从韩国进口 21361 吨，同比增长 89.47%，自美国进口仅次于韩国，达到 17476.32 吨。

相对于欧美等发达国家 50 多年的发展来说，多晶硅产业在中国的发展史很短。目前，国内已建成稳定投产的规模以上的多晶硅项目达到 43 家，2011 年总产能 14.5 万吨，由世界第四跃居到第一。其中，保利协鑫、江西赛维、洛阳中硅、重庆大全等四家位居全球前十大多晶硅企业的规模占据了我国总产能的 70%。

目前，韩国出口中国的硅料，最低售价为 23~25 美元/公斤，而在国内市场上，只有中能硅业、赛维 LDK 的多晶硅成本在 25 美元/公斤上下，大部分多晶硅企业的成本在 35

美元/公斤以上。因此，除保利协鑫和江西赛维已经具备国际水平外，大部分国内企业则不具备竞争力，成本的差异加剧了行业竞争和产能过剩。

表 2 各类太阳能电池概况

电池种类	商业光电转化效率	备注
单晶硅电池	16%-22%	需要使用高纯度硅
多晶硅电池	14%-18%	成本相对单晶硅低
非晶硅(a-Si)薄膜	4%-8%	硅材消耗少；但转换率不稳定；有转换率衰退现象
碲化镉(CdTe)薄膜	10%-11%	效率高、成本低；易于大规模生产；但镉有毒，对环境有污染
铜铟镓硒(CIGS)薄膜	7%-12%	转换性能稳定；但制造工艺复杂；铜铟镓为稀有元素

资料来源：欧洲光伏产业协会

相对于晶体硅太阳能电池技术，非晶硅薄膜太阳能电池虽然在转换效率方面略逊于晶体硅太阳能电池，但其制造成本低廉、能耗小，具有较大成本优势，目前已广泛应用于上网电站和离网电站的建设，此外还可经济美观地应用于建筑一体化发电项目。

自 2004 年以来，中国在晶体硅太阳能电池生产能力方面呈现出快速增长，2007 年国内晶体硅太阳能电池片产量达 1088MW，晶体硅太阳能电池组件产量达 1380MW，超过日本和欧洲，成为世界第一大晶体硅太阳能电池生产国。

近年来，太阳能光伏制造业在中国的长三角和珠三角地区发展较为迅速。其中，无锡尚德和晶澳太阳能是中国排名前十的生产商中产量增长最快的企业，占据了国内太阳能电池生产的主要市场份额。其他如南京中电、苏州阿特斯、常州天和、江苏林洋等长三角地区企业发展后劲也很强。

由于中国晶体硅太阳能电池应用市场尚未完全启动，应用市场需求量较小，因此中国晶体硅太阳能电池 90% 以上都销往欧洲、美国、日本等主要应用市场。

现阶段光伏发电市场现阶段仍然是一个

政策性很强的市场；因此，各国对光伏产业的扶持政策力度决定了光伏产业未来一段时间内发展的方向。目前，从各国扶持光伏产业的补贴政策看，主要可以分两类：一类是投资补贴法，即对安装光伏系统直接进行补贴，如日本；一类是上网电价法，即对光伏发电的上网电价进行设定，设定的价格高于传统的火电、水电等上网电价，如德国、西班牙等国；另外，在美国加利福尼亚两种政策混和执行。中国也制定了相应的政策和规划，《中华人民共和国可再生能源法》已于2006年1月1日正式实施。政府将继续采用运营特许招标的方式发展大型光伏电站，并扩大和加快推进“金太阳示范工程”，对中标设备直接实施补贴。

在相关补贴政策支持下，全球范围内光伏发电成本下降迅速，因此各国开始考虑减少补贴以减轻财政负担，同时保证投资者合理的投资回报率。从2010年开始，欧洲国家相继出台光伏上网电价下调政策，一定程度上对系统电价产生了压力。2011年以来不断加重的欧债危机使得下游电站投资者融资难度加大，光伏电站装机容量增速显著放缓，供需失衡引发全产业链产品价格出现不同幅度下滑，以组件出口为主的中国光伏产业受到较大的影响，行业内盈利状况快速恶化。

表3 目前各国太阳能发电补贴政策

国家	政策种类	政策动向
德国	上网电价补贴	2012年4月份开始一次性对补贴降低20%-30%的计划将继续实施；累计光伏装机容量达到52GW上限后，上网电价补贴将被完全取消；太阳能电力将开始以市场价格接入电网；每年2.5GW-3.5GW的年增长目标仍然维持不变；将10~40kW的系统从原有的10~1000kW中独立出来，收购电价从16.5欧分提升至18.5欧分。
意大利	上网电价补贴	对2011年6月-2016年的光伏补贴设定上限为23GW，每年光伏补贴资金为60-70亿欧元。2012年上半年和下半年将分两次进行8-12%的进一步下调；2013-2016年，按照每个季度进行4%的

		下调。
中国	上网电价补贴	对非招标太阳能光伏发电项目实行全国统一的标杆上网电价。2011年7月1日以前核准建设、2011年12月31日建成投产、发改委尚未核定价格的太阳能光伏发电项目，上网电价统一核定为每千瓦时1.15元（含税）；2011年7月1日及以后核准的太阳能光伏发电项目，以及2011年7月1日之前核准但截至2011年12月31日仍未建成投产的太阳能光伏发电项目，除西藏仍执行每千瓦时1.15元的上网电价外，其余省（区、市）上网电价均按每千瓦时1元（含税）执行。通过特许权招标确定业主的太阳能光伏发电项目，其上网电价按中标价格执行，中标价格不得高于太阳能光伏发电标杆电价；对享受中央财政资金补贴的太阳能光伏发电项目，其上网电量按脱硫燃煤机组标杆上网电价执行。
西班牙	上网电价补贴	2011年二季度生效的补贴政策：小型屋顶项目的补贴为28.88欧分，下降了8%，大型屋顶项目为20.37欧分，下降了27%，地面安装系统为13.46欧分，下降了46.5%。2012年起取消对新建可再生能源发电补贴，不影响已运营或在建的电厂补贴。
美国	投资税负优惠 + 贷款担保	给予商业太阳能安装30%的投资赋税优惠（ITC）直至2011年底。奥巴马2013财政年度预算将延期“1603财政部计划”。
日本	家用太阳能发电设备导入补助 + 剩余电力收购	2012年7月1日起，日本正式开始实施《光伏补贴法案》。根据这一法案，在未来20年内，日本的电力公司必须以每千瓦时42日元（约合3.3元人民币）的价格收购日本企业利用太阳能生产的电力。

资料来源：solarzoom 网

此外，美国和欧洲相继对中国光伏生产企业展开反倾销调查让已入寒冬的中国光伏企业雪上加霜。2011年11月美国对中国光伏生产企业展开了“双反”调查并于2012年5月做出初裁，对中国出口的电池组件征收30%~250%的反倾销关税。2012年9月6日，欧盟正式宣布对华光伏组件、关键零部件如硅片等发起反倾销调查，涉案金额超过200亿美元，涉及产品范畴超过此前美国“双反案”，是迄今为止欧盟对华发起的最大规模贸易诉讼。2011年，中国约358亿美元光伏产品出口

中，超过六成出口到欧盟，出口欧盟产品价值210亿欧元（约合265亿美元）。按照欧盟的规定，立案后60天到9个月时间内，欧盟委员会将作出初裁。

从未来需求看，2012年6月29日，中国“十二五”期间光伏太阳能发电的装机目标确定为21GW，比最早的5GW目标上调了3.2倍。上调装机目标符合国内企业需要，但在欧洲纷纷下调新增装机规模的情况下，中国新增装机需求难以根本扭转全球光伏产业需求下降的趋势。

总体看来，光伏行业景气度下降及欧美国家的“双反”调查对行业内企业的生存提出了挑战，但也为中国光伏企业调整产品结构、淘汰落后产能及推动行业市场化整合提供了机遇和动力。中国已成为世界太阳能电池生产大国，规模化和产业链成为行业发展趋势，国内太阳能优秀企业市可凭借其差异化高端产品结构和稳定客户资源，强化成本控制机提高产品附加值，最大限度地缓冲行业周期带来的冲击；同时能够以低成本、市场化的方式，收购兼并有互补性的企业，这将有助于提高光伏行业集中度，进而支持其未来可持续发展。

4. 房地产行业

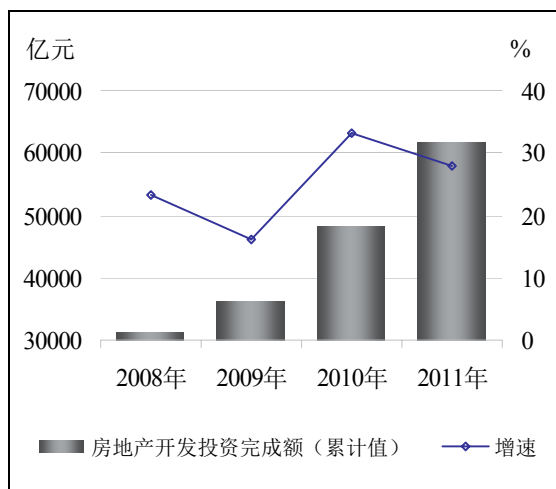
2009年，宽松的货币政策在房地产市场需求端刺激了刚性需求释放，在供应端为资金紧张的开发商提供了较为充足的流动性支持，各地区房地产销售量迅速放大，价格呈现不同程度较快上涨态势。2009年底，为抑制房价过快上涨和打击投机行为，防范房地产价格泡沫扩大，政府加大对投资炒房的打击力度，重点遏制房价过快上涨，政策取向由“扶持、刺激”转变为“鼓励自住性需求，控制投资性需求，遏制投机性需求”。

2010年4月17日，国务院下发《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（国发〔2010〕10号通知，即“新国十条”），

再次重申严打“炒房”现象，对商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供1年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。这是近年最严厉的房地产调控政策，向市场表达了政府坚决遏制房价的决心。2010年5月，北京、广州、深圳、重庆等地陆续出台了地方细则，强化了楼市调整预期。信贷收紧和调控执行力度加强的背景下，开发商的资金链受到影响，一定程度抑制了房价非理性上涨，中长期有利于规范市场健康发展，但短期内市场面临成交量萎缩。2011年，全国房价上涨过快的重点城市相继推出了包括“限购”在内的严厉调控措施，使一直过热的房地产市场进一步降温。

从政策实施的效果看，调控效果在限购城市逐步显现，百城价格指数开始下跌。从2010年5月份开始，房屋销售价格同比涨幅连续8个月回落，2010年12月份新建住宅和二手住宅销售价格同比涨幅分别为7.6%和5.0%，比涨幅最高的4月份回落7.8和5.5个百分点。2011年，受房地产调控政策进一步升级及货币政策仍然维持紧缩政策取向等多种因素综合影响，房地产市场呈下行趋势，进入9月，调控效果在限购城市进一步显现，百城住宅均价出现近一年来的首次下跌，9~11月一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是东部沿海的上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，主流品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。

图6 近年房地产开发投资完成额情况

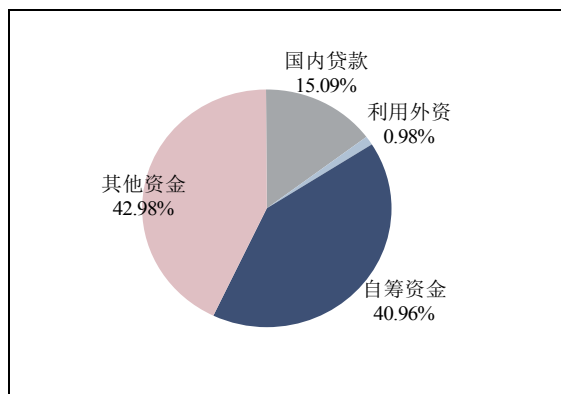


资料来源：wind 资讯

从房地产开发投资完成情况看，房地产开发投资处高位，但增速有所放缓。根据统计局数据显示，2011年全国共完成房地产开发投资61740亿元，比2010年增长27.9%，增速下降5.3个百分点。

从房地产资金来源情况看，利用外资、自筹资金等各类资金增速均有不同程度下降。据wind数据显示，2011年房地产开发企业本年资金来源83245.94亿元，比上年增长14.2%，增速较上年下降12.1个百分点。其中，国内贷款12563.79亿元，与上年基本持平；利用外资813.63亿元，增长2.9%，增速较上年的64.93%大幅下降；自筹资金34093.4亿元，增长27.99%，较上年下降20个百分点；其他资金35775.12亿元，增长8.57%，增速较上年下降9个百分点。

图7 2011年房地产行业资金来源情况



资料来源：国家统计局

从土地市场供求情况看，2011年住房用地市场运行保持了较为平稳的状况。据国土资源部数据显示，截至2011年底，全国未竣工房地产项目用地约为前三年房地产用地平均供应量的3.4倍，未竣工土地总体能够满足持续开发需要。市场上地价涨幅回落，土地市场趋于理性。

从商品房市场供求情况看，商品房供给增幅放缓，销售量进一步回落。2011年全国房地产开发企业房屋施工面积50.80亿平方米，比上年增长25.3%；房屋新开工面积19.01亿平方米，增长16.2%；虽房屋施工面积进一步增长，但房屋建筑竣工率（竣工面积/施工面积）却由2010年的18.7%下降至2011年的17.6%，下降了1.1个百分点，商品房供给增幅放缓。与此同时，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积10.99亿平方米，比上年增长4.9%，增幅回落5.2个百分点；商品房销售额5.91万亿元，增长12.14%，增幅回落6.72个百分点。

表4 2011年全国房地产行业主要开发指标

指标	2011年	增长率(%)
本年完成投资额（万亿元）	6.17	27.9
房屋施工面积（亿平方米）	50.80	25.3
房屋竣工面积（亿平方米）	8.92	13.3
房屋新开工面积（亿平方米）	19.01	16.2
商品房销售面积（亿平方米）	10.99	4.9
商品房销售额（万亿元）	5.91	12.14

资料来源：wind 资讯

2012年，房地产行业延续低迷走势。2012年1~9月，商品房销售面积68441万平方米，同比下降4.0%，其中，住宅销售面积下降4.3%，办公楼销售面积增长3.3%，商业营业用房销售面积下降0.2%。商品房销售额40354亿元，增长2.7%，其中，住宅销售额增长3.3%，办公楼销售额下降4.2%。1~9月，房地产开发企业房屋施工面积525377万平方米，同比增长14.0%，其中，住宅施工面积393777万平方米，增长11.5%。房屋新开工面积135014万平

方米,下降8.6%,其中,住宅新开工面积99668万平方米,下降12.9%。1~9月,房地产开发企业土地购置面积26033万平方米,同比下降16.5%;土地成交价款5309亿元,下降11.0%。

总体看,商品房成交量逐渐萎缩,调控政策初步成效已开始显现,后期宏观调控累积效应逐步体现。

四、基础素质分析

1. 产权状况

江阴阳光投资有限公司持股 100%,陆克平先生持有江阴阳光投资有限公司 58.29%的股权,为公司实际控制人。

2. 企业规模

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“2011年度中国企业500强”和“2011年度中国制造业500强”排名中,公司分别位居第266位和138位;在中国纺织工业协会公布的“2010~2011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。

据中国毛纺织行业协会统计数据显示,公司2011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2011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。

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。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。

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。2001~2011年,公司累计获得836个国家专利,18个国家高新火炬计划项目科研攻关,21个国家重点新产品,7个国家技术创新项目,8个国家863项目。

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40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，是中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。

3. 人员素质

公司现有董事长、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 7 人。

公司董事长陈丽芬女士，现年 53 岁，大学本科学历、高级工程师职称，现任公司董

事长，兼任阳光股份董事长、总经理。陈丽芬女士作为公司的主要创业者之一，具有丰富的管理经验。曾获“全国青年星火带头人”、“全国纺织巾帼建功标兵”、“江苏省优秀技术开发人才”、“江苏省三八红旗手”、“全国三八红旗手”等荣誉称号，并当选为中国毛纺行业协会第一届理事会常务理事、无锡市第十二届人大代表、无锡市人大常委会委员、全国人大代表、中国纺织系统劳动模范等荣誉称号。

总经理陆克平先生，现年 67 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 2012 年 9 月底，公司职工总数 27220 人，从学历构成看，初中以下占 28.73%，高中和中专学历占 52.24%，大专以上占 19.55%；从年龄结构看，30 岁以下占 35.97%，30 岁至 50 岁占 51.95%，50 岁以上占 12.08%。

表 5 截至 2012 年 9 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	7820	14220	5180	3772	1727	210	9790	14140	3290	27220

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。

五、管理分析

1. 法人治理结构

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对在多晶硅生产过程中产生的废气、废液和固体废物采用多种治理方式，利用脉冲式布袋除尘、碱液冲洗、蒸馏浓缩等方式净化或重复利用废弃物，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。

六、经营分析

1. 经营现状

作为一家多元化的控股集团，公司目前已形成以毛纺服装为主业，兼营房地产、太阳能、热电等四大领域的发展格局。

从总量上看，2011 年公司实现主营业务收入 166.99 亿元，较上年同期增长 31.31%，主要是由于太阳能板块快速发展，贡献主营收入 70.09 亿元。

2011 年公司毛纺服装业务主导地位较为突出，在主营业务收入中占比 40.00%，但受人民币汇率上升、国内服装企业竞争激烈的影响，销量增长缓慢，在太阳能等业务板块迅速发展的情况下，毛纺服装业务在主营业务收入中的占比呈现下滑趋势；太阳能板块对主营业务收入贡献较大，达到 41.95%，公司收购海润

光伏后，产能释放较快，收入占比增长较快；房地产业务占比受宏观调控影响有所下降（占 13.19%），热电对收入的贡献较低；其他板块的主要构成有电子产品、生物医药、燃料电池等项目，受合并范围影响，其他板块销售收入变化较大。公司 2010 年 2 月转让江阴市红源金属制品有限公司部分股权，导致 2010 其他板块下滑严重；2010 年其他板块还含有钢材贸易销售（非经常性收入），因此 2011 年其他板块较上年略有下降。

2012 年 1~9 月，公司毛纺服装业务主营业务收入 44.23 亿元，在当期占比 42.62%；太阳能业务受欧洲各国政府逐步削减财政补贴影响，导致需求减少价格下滑，因此收入下降较大。

表 6 公司主营业务收入构成

项 目	2009 年		2010 年		2011 年		2012 年 1-9 月	
	收入(万元)	占比 (%)	收入(万元)	占比 (%)	收入(万元)	占比 (%)	收入(万元)	占比 (%)
毛纺	372793.26	36.04	394160.24	31.00	446140.11	26.72	291279.08	28.07
服装	199020.98	19.24	204061.63	16.05	221683.39	13.28	151041.66	14.55
太阳能	-	-	249109.67	19.59	700945.90	41.95	369326.00	35.59
房产	275227.58	26.61	342824.22	26.96	220280.45	13.19	180224.25	17.37
热电	48732.81	4.71	53341.37	4.19	60049.92	3.60	38734.53	3.73
其他	138601.83	13.4	28156.54	2.21	20786.70	1.26	7179.92	0.69
合 计	1034376.46	100.00	1271653.67	100.00	1669886.47	100.00	1037785.44	100.00

资料来源：公司提供

注：①2010 年 6 月公司收购海润光伏科技股份有限公司 33.65%的股权，2010 年 7~12 月合并了资产负债表、利润表及现金流量表；

②2010 年 2 月公司转让江阴市红源金属制品有限公司 5.55%的股权（余 24.45%），非实际控制人。

2. 毛纺服装板块

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。2011 年公司毛纺服装业务实现主营业务收入 66.78 亿元，占总收入的 40.00%，较上年增长 11.63%；2012 年 1~9 月，公司毛纺服装业

务实现主营业务收入 44.23 亿元，为 2011 年全年的 66.23%。

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。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。2009～2011 年受气候及养殖数量减少的影响，澳毛价格波动上涨，年均增长达 12.33%，这对公司毛纺服装业务生产成本造成较大影响。

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；②公司在澳大利亚设立了采购办事处减少交易环节，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。2009～2011 年以及 2012 年 1～9 月公司羊毛采购情况见表 7。

表 7 近年公司羊毛采购情况

羊毛采购	2009 年	2010 年	2011 年	增长 (%)	12 年 1-9 月
羊毛采购总量 (吨)	26105	26365	27121	1.93	19650
羊毛采购总额 (亿元)	22	26	29	14.81	20
其中：澳毛采购量 (吨)	25949	26167	26923	1.86	19485
澳毛采购均价 (万元/吨)	8.4	9.8	10.6	12.33	10.0
国毛采购量 (吨)	156	189	198	12.66	165
国毛采购均价 (万元/吨)	6.7	8.5	9.0	15.90	8.5

资料来源：公司提供

注：以上澳毛为羊毛条价格，即原毛经过洗毛和梳条后的价格。

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。

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，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。

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，使生产能力有所提高。

2009～2011 年公司精纺呢绒面料和服装产量较为平稳；2012 年 1～9 月，公司生产情况正常，公司精纺呢绒面料和服装的产量分别占 2011 年全年的 70.45%和 70.69%。

表 8 近年公司产品生产情况

产品 (万米/万套)	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 1-9 月
精纺呢绒面料	3575	3588	3682	2594
服装	368	376	389	275

资料来源：公司提供

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 9。结合表 8 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 9 近年来公司产品国内外销售情况

产品（万米/万套）	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 1-9 月
精纺呢绒面料	3584	3573	3618	2513
服装	366	371	388	275

资料来源：公司提供

国内市场

截至 2011 年底，公司内销部共有销售人员 195 名，并在全中国除台湾以外的地区、直辖市共建立 22 家分公司、40 家直接代理商、85 家间接代理商，建立了基本覆盖全国的营销网络，在北京、江苏、河南、浙江、广东、宁波、上海、湖北等 8 个地区进行重点销售。公司内销目标客户主要为①职业装面料市场，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，面料销售占 50%左右，其中职业装占面料销售的 98%；②名牌服装企业，主要指宁波、温州、广东、山东、江苏、上海、北京、湖北等 60 多家企业，面料销售占到 30%左右，③小服装企业批发客户，主要是广东、福建、温州，面料销售占到 20%左右，服装加工占到 5%左右。

近几年公司精纺呢绒面料和服装国内销售情况见表 6。国内各大系统换装安排对公司销售有一定影响，2009 年为建国 60 周年，法院、检察院等多个系统大换装，对 2009 年销量提升帮助较大；2010 年内销订单回落；2011 年中国银行系统大换装，销量有所提升。

公司内销产品的结算方式：公司内销服装约有 30%客户采用带款提货，另约 70%采用客户先付 15%-30%的定金，保留 5%的质保金后，等余款到账后再发货的收款方式；另外内销面料约有 70%的客户要求带款提货，30%的客户要求先付 50%-60%的定金，然后余款到账后再发货。

面对激烈的服装行业竞争，公司从 2008 年开始开发自主品牌阳光时尚专卖店，在商场、商业中心通过自营与特许加盟的方式建立专卖店，力图打造自有品牌。截至 2011 年底，公司在中国发展的自营店及加盟店 120 家，其

中自营店 35 家，加盟店 85 家。未来公司战略重点主要在加强渠道建设，稳步推进品牌连锁专卖店网络。公司目标是，未来 3~5 年内连锁专卖店达到 300 家以上。（连锁店与自营店占比约为 8: 2；自营店预计投入约 1500 万元；资金以自筹为主。）2009~2011 年，阳光时尚专卖店的销售收入分别为 2442.82 万元、5166.90 万元和 3914.62 万元；2011 年由于定位调整，销售收入较上年有所下滑。

表 10 公司近年来产品国内销量情况

产品（万米/万套）	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 1-9 月
精纺呢绒面料	2295	2087	2240	1603
服装	262	230	249	179

资料来源：公司提供

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 115 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，2011 年欧洲约占 27%、日本约占 35%、美国约占 38%。目前，公司拥有 BOSS、AMANI、Calvin Klein、Brooks Brothers 等众多国际一流品牌终端客户群体。2009~2010 年公司精纺呢绒面料和服装出口平稳增长；2011 年，受欧洲经济形势影响，精纺呢绒面料和服装出口数量略有下降。

公司出口产品的结算方式为：公司出口产品约有 50%采用客户先付 20%-30%的定金，余款到账后再发货的收款方式；另有 20%产品用信用证方式收款；剩余 30%产品收款以远期信用证为主，公司通过出口信用保险方式保障公司的出口业务的安全性。

表 11 近年来公司产品出口情况

产品（万米/万套）	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 1-9 月
精纺呢绒面料	1289	1486	1378	910
服装	104	141	139	96

资料来源：公司提供

主营业务利润率情况

公司在精纺呢绒方面有较强的议价能力，2009~2011 年，在汇率上涨、原料上涨的压力下，精纺呢绒的综合利润率仍总体保持稳定；公司服装营业利润在竞争加剧的前提下，略有下降，但公司毛纺服装主营业务利润率仍远高于行业平均水平。2012 年 1~9 月精纺呢绒利润率与 2011 年相比略有提高，服装利润率则上升幅度较大。

表 12 公司主营业务利润率情况

主营业务利润率（%）	产品	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 1-9 月
内销	精纺呢绒	14.89	15.76	15.57	16.11
	服装	16.79	15.12	14.07	17.17
外销	精纺呢绒	13.81	14.76	14.36	14.61
	服装	15.55	16.64	13.28	15.52
综合	精纺呢绒	14.55	15.45	15.22	15.61
	服装	16.61	15.76	13.72	16.62

资料来源：公司提供

3. 太阳能业务

公司的太阳能业务主要由海润光伏科技股份有限公司（以下简称“海润光伏”）与宁夏阳光硅业有限公司（以下简称“宁夏阳光”）实现。江阴海润太阳能电力有限公司（以下简称“海润电力”）、奥特斯维能源（太仓）有限公司（以下简称“奥特斯维（太仓）”）、江阴鑫辉太阳能有限公司（以下简称“鑫辉太阳能”）均为海润光伏的子公司。

宁夏阳光主要生产多晶硅，年生产能力 2000 吨。海润光伏（公司 2010 年 6 月获得 33.65% 的股权，成为实际控制人）创建于 2004 年 4 月，经过多年发展现已形成“单晶硅棒、多晶硅锭铸造-硅片切割-电池片-电池组件-光伏电站”一体化光伏产业链，是入围国家“金太阳和太阳能光电建筑应用示范工程”的三家晶体硅光伏

组件供应商之一，也是中国第二批光伏并网发电特许权招标电站光伏组件供应商之一。为了抵御行业风险，公司努力向全产业链延伸，陆续兴建了新疆柯坪 20MW 电站、甘肃金昌 20MW 电站、与国电电力合资建设共 109MW 电站、与 ESPERO S.A 合资的罗马尼亚 20MW 电站、收购美国 0.5MW 电站等项目。目前公司投资电站总计超过 400MW，电站转让收益将成为公司利润的主要来源之一。

由于欧洲各国政府逐步削减财政补，市场需求减少，2012 年三季度海润光伏太阳能业务实现主营业务收入 36.93 亿元，为 2011 年全年的 52.69%，营业收入迅速下降；营业利润率为 -8.45%，出现亏损，主要原因是受宏观经济影响，光伏产品市场价格持续快速下滑，毛利水平随之下降。

表 13 近年海润光伏太阳能业务经营情况

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 1-9 月
营业收入（万元）	107921.56	338018.99	656189.56	365593.78
营业利润（万元）	1037.72	47877.24	24846.42	-30894.46
营业利润率（%）	9.61	14.16	3.48	-8.45

资料来源：公司提供

原材料采购

公司依据原材料需求计划，结合原材料安全库存制订采购计划后进行比价采购，主要根据质量、成本、交货、服务、环保的基本原则选定有竞争力的供应商建立长期合作关系，并实行优化分级的供应商管理体系及供应链资源整合，采取招标、邀标、集中采购、比质、比价等有效的采购方式，按市场状况决定交易价格。

公司产品主要原材料为多晶硅料。自 2010 年国际市场对光伏电池组件的需求旺盛，导致多晶硅原料价格开始回升，从 2010 年的 5、6 月份的 50 多美元 / 公斤开始上涨，至年代达到 80 美元 / 公斤。2011 年，欧债危机深化，欧美经济低迷，受此影响，欧美国家逐步减少

对光伏行业的补贴，多晶硅价格开始急速下降，截至 2012 年 9 月底，多晶硅价格跌至接近 20 美元/公斤左右。

公司主要产品太阳能电池、组件的主要原料为高纯度多晶硅料及多晶硅片。由公司下设的战略物资采购部具体负责，向国内外生产商直接采购，如 REC、BP、Wecker ChemieAG 和保利协鑫能源控股有限公司等供应商，2011 年全年采购多晶硅料 2500 吨左右，单多晶硅片 25000 万片左右，由于采购量大，都与供应商签署长期合作合同，能获优于市场的价格。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。宁夏阳光产品年理论设计能力为 2000 吨多晶硅料，2011 年宁夏阳光共计生产 1527.44 吨，销售 1341.90 吨，平均价格 36.39 万/吨，实现销售收入 48833.40 万元。2012 年前三季度，宁夏阳光生产多晶硅料 809.18 吨，销售 1029.12 吨，销售收入 19324.60 万元。由于硅料价格的持续下跌，宁夏阳光 2012 年前三季度销售收入仅占 2011 年全年的 39.57%。为激励宁夏阳光自主拓展销售渠道，减少关联交易，海润光伏向宁夏阳光采购占比较小（6%左右），公司合并报表中关联交易已合并抵消。

2011 年公司前五名供应商的采购金额为 19.25 亿元，占采购总额的 38.46%。公司在与原材料商谈判时有一定的议价能力。未来公司将在稳定现有供应渠道的基础上，不断扩展新渠道和精选供应商。

表 14 2011 年公司前 5 名光伏产品原料供应商

供应商名称	主要采购产品	采购金额（万元）	占采购总额比例
REC Solar Grade Silicon LLC	多晶硅料	32931.52	6.58%
保利协鑫	硅料，硅片	93061.11	18.59%
上海贺利氏工业技术材料有限公司	银浆	28696.08	5.73%
BP Solar INTERNATIONAL INC	硅料，硅片	20691.04	4.13%
Wacker Chemie AG	多晶硅料	17154.88	3.43%

合计		192534.63	38.46%
----	--	-----------	--------

资料来源：公司提供

2011 年以前，公司生产电池片所需要的硅片主要由海润光伏自行生产。2011 年，随着公司新增产能投产，自产硅片已经不能满足公司电池片的生产要求，为此公司委托国内的主要硅片供应商代加工，以保证电池片的生产。

生产加工

随着电池片生产线的陆续投产以及 2010 年 12 月对鑫辉太阳能的收购，公司的主要生产经营模式为海润光伏生产单晶硅片及多晶硅片，其中小部分直接对外销售，大部分供给子公司海润电力、奥特斯维（太仓）及鑫辉太阳能，由子公司将硅片加工成电池片，其中一部分直接对外销售，一部分再加工成电池组件后对外销售。截至 2011 年底，海润光伏科技公司已具有年产硅片 1.6 亿片（约合 500MW），电池片 1600MW，电池组件 900MW 的生产能力。2011 年海润光伏的部分在建生产线正式投产，因此 2011 年度公司的太阳能电池片及组件的产销量大幅增长。

公司的生产主要采取以销定产的生产模式，根据订单的要求，按照客户提供的产品规格、质量要求和供货时间组织生产，经营风险相对较小。

2010 年公司收购海润光伏后，部分硅片与电池片作为电池组的原料内部消化，因此硅片与电池片销量小于产量。由于 2010 年、2011 年电池组件订单需求较大，但受限于电池组产能，部分产品订单需要委托加工，因此电池组销量超过产量。2012 年三季度，公司电池组件销售情况良好，销量已超 2011 年全年水平，但由于电池片及组件的价格跌幅较大（见表 14），公司光伏业务出现亏损。三季度以来，随着公司大部分国内外光伏电站项目完成并网进入运营及对外出售，公司光伏经营状况有望得到改善。

表 15 公司 2009~2012 年三季度产品的产销情况

产品		2009 年	2010 年	2011 年	12 年 1-9 月
硅片	产量 (MW)	187	376	485.94	377.87
	销量 (MW)	175	197	26.67	2.32
电池片	产量 (MW)		155	969.24	843.08
	销量 (MW)	-	85	415.71	297.49
电池组件	产量 (MW)	20	95	428.16	564.82
	销量 (MW)	20	116	498.21	549.78

资料来源：公司提供

表 16 公司 2011 年及 2012 年三季度产品的价格

产品		2011 年	12 年 1-9 月
硅片	销售收入 (万元)	9076.74	412.45
	平均价格 (元/片)	13.10	6.29
电池片	销售收入 (万元)	230824.11	81496.98
	平均价格 (元/瓦)	5.00	2.74
电池组件	销售收入 (万元)	416288.71	268235.18
	平均价格 (元/瓦)	6.90	4.88

资料来源：公司提供

市场营销

公司在 2009 年前主要产品是单晶硅片和多晶硅片，主要在国内市场销售，2009 年之后，向产业下游延伸，产品主要以晶硅电池及组件，电池部分内销，部分外销，组件 90%以上销往欧洲、北美国家，其余国内市场销售。同时由于美国经济增长放缓、欧洲出现主权债务危机，部分国家对光伏产业的补贴下调，最终导致光伏产业终端市场需求减少，产品价格下降，致使公司的光伏产品毛利率也相应下滑。

公司产品销售的销售方式：公司客户约有 20%-30%采用带款提货，50%-60%客户采用货到后再 TT 付款的方式，20%-40%客户采用信用证方式收款。公司还通过出口信用保险方式保障公司的出口业务的安全性。

市场销售方面，公司与国际、国内主流终端市场上知名客户战略合作，从生产制造环节

支持客户进行终端市场的开发，达成双赢。公司太阳能电池片及组件的销售客户已经形成了以国际的知名终端商，国内著名的电池及组件采购商为主，覆盖终端光伏并网电站的全方位客户结构，包括 SCHOTT Solar AG、国电光伏、中国通用技术集团意大利公司、MAGE、SCHUECO INTERNATIONAL KG 等。此外，公司还积极参与国外电站项目建设，参与意大利、保加利亚等地区的光伏电站项目。

表 17 2011 年公司前 5 名大客户销售情况

客 户	销售金额 (万元)	占 2011 年销售总额的比例
SCHOTT Solar AG	115332.13	16.14%
国电光伏 (江苏) 有限公司	84517.35	11.83%
中国通用技术集团意大利公司	56765.95	7.94%
MAGE SOLAR AG	35583.28	4.98%
SCHUECO INTERNATIONAL KG	29859.81	4.18%
合 计	322058.52	45.07%

资料来源：公司提供

3. 房地产业务

目前公司房地产业务板块以江苏阳光置业有限公司 (以下简称“阳光置业”) 为业务载体。2011 年，公司房地产业务实现主营业务收入 22.03 亿元，占总营业收入的 13.19%，同比下降 35.74%。2012 年 1~9 月，房地产业务实现营业收入 18.02 亿元，占总营业收入的 17.37%，为 2011 年房地产收入的 81.82%。

从土地储备情况看，公司目前土地储备主要集中在江阴和包头，未来能满足房地产板块的发展需要。截至 2012 年 9 月底，公司土地储备 140.28 万平方米，公司未来以开发现有土地储备为主。

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。目前公司在建的住宅项目主要是无锡蠡湖一号二期、江阴阳

光敌山庄二期、江阴阳光假日花园等。2011年，公司房地产开发完成投资22.28亿元，相当于2010年的58.31%，开发力度有所减弱；完成房屋销售面积24.24万平方米，相当于2010年的57.58%。

表 18 阳光置业近年经营情况

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 1~9 月
房产开发完成投资（亿元）	13.75	38.21	22.28	11.09
房屋施工面积（万平方米）	103.56	65.42	91.96	95.80
房屋竣工面积（万平方米）	59.58	46.97	10.78	8.95
房屋销售面积（万平方米）	35.81	42.10	24.24	17.03
土地储备情况（万平方米）	182.89	150.26	160.43	140.28
实际销售额（亿元）	27.52	34.28	22.03	18.02
净利润（亿元）	1.75	5.42	3.59	3.17

资料来源：公司提供

表 19 阳光置业 2011 年主要土地储备情况

地块名称	取得时间	取得价格	土地面积（万平方米）
包头市富泰房地产开发有限责任公司/阳光国际/包国土挂[2011]第 405/404 号	2011 年 5 月	200 万/亩	20.89
包头市金富房地产开发有限责任公司/南海紫竹苑/包国用[2010]第 200065 号	2010 年 7 月	60 万/亩	22.78
江苏阳光置业发展有限公司/立新小区	2010 年 3 月	225 万/亩	53.47

资料来源：公司提供

表 20 阳光置业未来五年投资计划(单位：万元)

项目主体	项目名称	建设期	总投资	未来三年投资
包头市富泰房地产开发有限责任公司	阳光国际新城	2012 年 8 月—2014 年 8 月	38000	26000
包头市金富房地产开发有限责任公司	南海紫竹苑	2013 年 5 月—2016 年 5 月	55000	45000
江苏阳光置业发展有限公司	立新小区	2012 年 10 月—2018 年 10 月	394200	105000
合计			487200	176000

资料来源：公司提供

表 21 阳光置业在建项目情况(单位：万元、万平方米)

项目名称	建设期	规划建筑面积	总投资	2012 年 9 月底已投资	未来三年投资
无锡蠡湖一号二期（高层区）	2010.6-2013.3	13.12	125500	108737	16763
无锡蠡湖一号二期（别墅区）	2011.12-2013.6	7.09	57500	31053	26447
江阴阳光敌山庄二期	2011.6-2013.3	9.01	33500	32107	1393
江阴阳光假日花园（高层区）	2010.6-2012.10	18.36	74000	46485	11715
江阴阳光假日花园（别墅区）	2011.12-2013.6	2.59	20500	17167	3333
东方国际广场住宅项目	2010.12-2012.12	19.96	94697	88677	6020
东方国际广场商业项目	2011.4-2013.12	20.15	57180	17,363	39817
合计		90.28	462877	341589	105488

资料来源：公司提供

公司未来将缩减房地产投资力度，以开发现有土地，销售待售物业为主。未来三年规划投资金额10.72亿元，房地产投资力度明显减弱，投资支出压力不大。

公司的房地产业务受宏观经济和国家调控政策影响较大，业绩可能存在一定的波动。

4. 热电及其他业务

（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新桥热电、璜塘热电、大丰热电、云亭热电 4 家热电厂，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。2009 年、2010 年及 2011 年 4 家热电厂共实现业务收入分别为 4.87 亿元、5.33 亿元和 6.00 亿元。2012 年 1~9 月实现业务收入 3.87 亿元。

表 22 公司热电装机容量情况

热电企业	投资总额	装机容量
新桥热电	3.5 亿元	3.6 万 KW
大丰热电	2.3 亿元	2.4 万 KW
云亭热电	2.0 亿元	2.4 万 KW

璜塘热电	4.0 亿元	5.4 万 KW
合 计	11.8 亿元	13.8 万 KW

资料来源：公司提供

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）其他业务

其他板块的主要构成有电子产品、生物医药、燃料电池等项目，受合并范围影响，其他板块销售主营业务收入变化较大。由于2010年2月公司转让江阴市红源金属制品有限公司股权，仅合并了2010年1~2月的收入（公司为激励中高层管理人员，将部份股权转让给中高层团队。本次转让价格3680万元，转让成本3611.58万元），因此其他业务板块销量下滑较大，2009年、2010年及2011年其他业务分别实现业务收入13.86亿元、2.82亿元和2.08亿元；2012年1~9月实现收入0.72亿元。

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；随着公司部分项目的完工投产，太阳能业务发展较快，但板块受太阳能光伏产业发展进程、政策补贴影响大；房地产业务受宏观环境影响较大。

5. 在建工程及未来发展

未来，公司将继续走多元化发展之路，稳步发展太阳能业务，不断提高自身实力。为了进一步增加电池组件产能，形成规模优势，公司加大电池组件投入力度。预计 2013 年奥特斯维能源（太仓）年产 250MW 太阳能电池组件建设项目和江阴鑫辉太阳能有限公司年产 625MW 太阳能电池组件二期扩能项目等相关项目完工后，公司太阳能电池组件生产能力将超过 1200MW。此外，为配套公司太阳能电池组件建设，公司将继续投资扩建太阳能晶硅电池项目，预计 2012 年公司将新增太阳能晶硅电池 1.3G，进一步增加公司太阳能晶硅电池产品产量，提升公司市场竞争力。

此外，公司计划通过开发海外光伏电站项目，进一步拓展公司在太阳能光伏领域的产业链，并在产业链中占据更加有利的位置，从而不断提升国际竞争力。

截至 2012 年 9 月底，公司主要在建工程主要为太阳能项目，有年产 625MW 太阳能电池组件二期扩能项目等。2012 年 9 月底，公司在建项目规模共计 47.27 亿元，已投资 44.73 亿元，投资项目已近尾声，未来筹资压力小。

表 23 公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	建设期	总投资	资金筹措方案		截至 12 年 9 月底已投资金额	2012 年尚未投资
				贷款	自筹		
合肥海润光伏科技有限公司	合肥海润光伏科技有限公司年产 1.3G 太阳能晶硅电池项目	2010 年 12 月—2012 年 12 月	15.30	10.30	5.00	14.88	0.42
奥特斯维能源（太仓）有限公司	年产 250MW 太阳能电池组件建设项目	2011 年 2 月—2013 年 2 月	11.03	7.40	3.63	10.65	0.38
江阴鑫辉太阳能有限公司	年产 625MW 太阳能电池组件二期扩能项目	2010 年 12 月—2012 年 12 月	20.94	-	20.94	19.20	1.74
合计			47.27	17.70	29.57	44.73	2.54

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2009~2011 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 2012 年三季度财务报表未经审计。

2011 年公司合并范围增加了肖特海润太阳能有限公司等 10 家公司；减少了无锡建发置

业有限公司及靖江中洲置业有限公司。由于江苏阳光自用备料保税仓库、江苏阳光毛纺技术开发有限公司、江苏华东纺织产品检测有限公司、江阴江苏阳光集团职工学校、新余天工开物葡萄酒科技有限公司、南京有线电厂有限公司资产总额、营业收入和净利润三项指标占公司相应指标的 10% 以下，根据重要性原则已按权益法核算，未纳入合并会计报表范围。合并范围变化对公司财务具有一定影响，但不影响可比性。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额 331.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益 52.58 亿元）147.50 亿元；2011 年公司实现主营业务收入 166.99 亿元，利润总额 16.06 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司（合并）资产总额 353.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益 49.86 亿元）146.06 亿元；2012 年 1~9 月公司实现主营业务收入 103.78 亿元，利润总额 1.67 亿元。

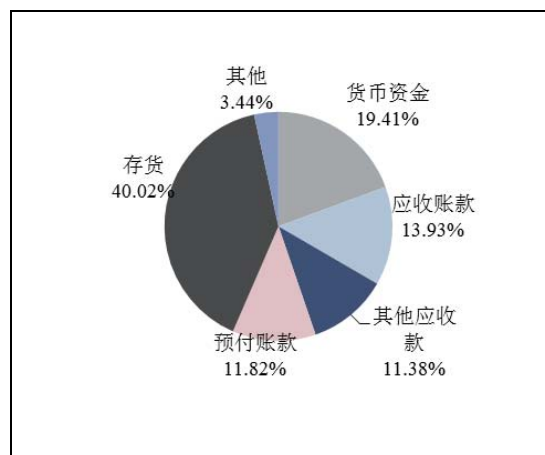
2. 资产质量

2009~2011 年，随着公司经营规模的不断扩张，公司资产总额迅速增长，年均增长 21.73%。截至 2011 年底，公司（合并）资产总额 331.54 亿元，其中流动资产和非流动资产 61.84% 和 38.16%，公司资产以流动资产为主，但流动资产中存货占比较大。

2009~2011 年，公司流动资产增长较快，年均增长 17.02%。截至 2011 年底，公司流动资产 205.03 亿元，较上年增长 17.94%，主要由于货币资金及应收账款增长所致，其中以存货（40.02%）、货币资金（19.41%）、应收账款（13.93%）、预付账款（11.82%）及其他应收款（11.38%）为主。流动资产构成情况见图 8。

2009~2011 年，公司货币资金呈明显增长趋势，年均增长 53.58%，截至 2011 年底为 39.80 亿元，其中银行存款占 71.33%，其他货币资金占 28.42%（主要为海润光伏 5.72 亿元银行承兑汇票保证金），公司现金类资产较为充足。

图 8 2011 年底公司流动资产占比情况



资料来源：公司财务报表

2009~2011 年，公司应收账款规模大幅增长，年均增长 45.28%，主要由于光伏产品销售收入大幅增长，导致应收账款规模扩大。截至 2011 年底，公司应收账款为 28.57 亿元，较上年增长 72.31%。其中，账龄在 1 年以内的占 87.99%，1~2 年的占 6.66%，2 年以上的占 5.35%。应收账款主要为海润光伏产品销售产生的应收款，前五名应收账款客户合计欠款金额为 10.92 亿元，占应收账款账面余额的 36.10%。公司共计提坏账准备 1.66 亿元，占应收账款总额的 5.49%。由于公司主要债务人为大型国营企业以及国外知名企业，应收账款风险较小。2009~2011 年公司销售债权周转次数分别为 6.75 次、7.51 次和 6.16 次，公司应收账款周转较快。

2009~2011 年，公司其他应收款较为稳定，年均变动率-0.10%，截至 2011 年底，公司其他应收款为 23.34 亿元，较上年增长 12.07%。公司其他应收款前五名欠款合计 15.38 亿元，占总额的 60.54%，集中度较高，主要为往来款。目前，其他应收款前五名欠款企业运营正常。从账龄看，账龄在 1 年以内的占 90.17%，1~2 年的占 5.02%，2 年以上的占 4.81%。公司已对不同账龄的应收款按比例提取坏账准备，2011 年坏账准备余额 2.06 亿元，占其他应收款总额的 8.11%。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。

表 24 公司前五名其他应收款客户情况

单 位 名 称	余额（万元）	欠款时间	备注
江苏申龙创业集团有限公司	107563.99	一年以内	往来款
江阴恒惠投资有限公司	22102.27	一至以内	往来款
江阴市兴发物资供应有限公司	10351.19	一至以内	往来款
江阴市旅游文化产业发展有限公司	8000.00	一年以内	往来款
江阴市红源金属制品有限公司	5738.22	一年以内	往来款
小 计	153755.68		

资料来源：公司提供

2009~2011年，公司预付账款略有波动，年均增长0.49%。截至2011年底，公司预付账款24.23亿元，较上年下降20.55%，主要由于阳光置业2010年预付的土地款在2011年转为存货所致。截至2011年底，公司预付账款主要为预付材料款与设备款，其中1年以内的占91.09%，预付款账龄较短。

2009~2011年，公司存货规模稳定增长，年均增长8.45%。截至2011年底，公司存货82.06亿元，较上年增长9.85%，主要由原材料（占比21.72%）、在产品（占50.63%）、库存商品（占27.35%）构成。公司存货中阳光置业占比较大，以待售物业（10.06亿元）、在建物业（30.71亿元）及储备土地（15.18亿元）为主。2011年公司共计存货跌价准备0.44亿元。

2009~2011 年，公司非流动资产增长较快，年均增长 30.76%。截至 2011 年底，公司非流动资产 126.51 亿元，较上年增长 31.32%，主要是固定资产和长期投资的增加导致。其中，固定资产占 76.15%，长期投资占 15.00%，无形资产占 8.85%。

2009~2011 年，公司长期投资增长较快，年均增长 54.58%。2011 年底，公司长期投资 18.98 亿元，其中长期股权投资 17.30 亿元，主要为公司对江苏银行股份有限公司投资 7.00 亿

元、对民生金融租赁有限公司投资 3.90 亿元、对南京有线电厂有限公司投资 1.94 亿元、对华龙证券有限责任公司投资 1.84 亿元，对江苏春辉生态农林开发股份有限公司投资 1.02 亿元。

2009~2011 年，由于合并范围变化，公司固定资产净值增长较快，年均增长 29.44%。截至 2011 年底，公司固定资产净值 84.37 亿元，较上年增长 13.64%，主要由于海润光伏的在建工程结转固定资产所致。公司固定资产主要为高档服装设备、太阳能生产设备以及房屋建筑物，平均成新率 69.43%。

2009~2011 年，公司在建工程年均增长 25.69%。截至 2011 年底，公司在建工程 11.96 亿元，较上年增长 142.83%，主要为鑫辉太阳能生产线项目、奥特斯维厂房及生产线项目等。

2009~2011 年，公司无形资产年均增长 15.71%。截至 2011 年底，公司无形资产 7.59 亿元，较上年增长 7.95%，主要为土地使用权 6.52 亿元，占比 85.90%。

2009~2011 年，公司其他长期资产年均增长 35.60%。截至 2011 年底，公司其他长期资产 2.65 亿元，较上年增长 33.25%，主要由于海润光伏非同一控制下控股合并子公司导致合并商誉增加。公司其他非流动资产主要由股权分置流通权（公司持有的子公司阳光股份的法人股，根据阳光股份股权分置改革方案，公司以送股方式取得的流通股）、合并商誉及研发支出（子公司上海神力科技有限公司承担国家 863 相关项目尚未验收核销部分的研发支出）构成。

截至 2012 年 9 月底，公司（合并）资产总额 353.52 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占 59.35%和 40.65%，流动资产占比略有下降，资产结构较上年底变化不大。

截至 2012 年 9 月底，公司其他应收款 34.14 亿元，较上年底增加 10.80 亿元，主要系公司对四海永富资产管理有限公司投资 5.2 亿元所致（相关手续尚未办理完成，暂放“其他应收款”科目）；同期预付账款 17.21 亿元，较上年底

减少 7.02 亿元，主要是海润光伏预付设备款结转在建工程所致；截至 2012 年 9 月底，公司存货 74.41 亿元，较上年末减少 5.56 亿元，主要由于阳光置业销售额增长，待售物业减少所致；同期，在建工程 30.95 亿元，较上年底增长 158.78%，主要由于海润光伏扩能工程、合肥生产线项目、奥特斯维生产线项目持续投入所致。

总体看，公司资产以流动资产为主，流动中存货、应收款项比重较大，资产流动性一般；但公司现金类资金较多，整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

2009~2011 年，归属于母公司的股东权益年均增长 13.11%。截至 2011 年底，归属于母公司的股东权益合计 94.92 亿元，其中实收资本占 20.59%，资本公积占 22.30%，盈余公积占 12.24%，未分配利润占 46.87%。2011 年底公司少数股东权益 52.58 亿元，2009~2011 年年均增长 32.00%。截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益合计 97.69 亿元，较上年底增长 2.92%，主要是未分配利润增加所致。目前归属于母公司的股东权益以未分配利润、资本公积及实收资本为主，稳定性一般。

2009~2011 年，公司负债总额快速增长，年均增长 24.18%。截至 2011 年底，公司负债总额为 184.04 亿元，其中流动负债 73.98%，长期负债 26.02%。

2009~2011 年，公司流动负债年均增长 21.79%，截至 2011 年底，公司流动负债总额为 136.16 亿元，较上年增长 33.47%，主要是短期借款与应付票据的增长所致。其中，短期借款占比 45.03%，应收票据 27.40%，应付账款 11.98%，预收账款 10.23%。

2009~2011 年，公司应付票据年均增长 370.43%，截至 2011 年底，公司应付票据 37.31 亿元，较上年增长 399.43%，主要由于①海润光伏销售规模增长，应付票据相应增加；②公司增加了票据支付比例所致。

2009~2011 年，公司预收账款变动率 -33.98%，截至 2011 年底，公司预收账款 13.93 亿元，较上年下降 23.86%，主要受房地产和光伏产业市场波动影响，阳光置业及海润光伏预收款下降所致。

2009~2011 年，公司长期负债总额快速增长，年均增长 31.82%。截至 2011 年底，公司长期负债总额为 47.88 亿元，主要是长期借款与长期应付款的增长所致，其中长期借款占 84.42%，长期应付款占 4.29%，专项应付款占 6.13%，其他长期负债 5.16%。

截至 2011 年底，公司长期应付款 2.06 亿元，主要为售后回租融资租赁款；其他长期负债 2.47 亿元，主要是递延收益 1.84 亿元（江苏紫金电子集团有限公司收到国资委拆迁补偿款及用于项目建设的产业引导资金）；专项应付款 2.93 亿元，主要是神力科技 0.94 亿 863 项目拨款（项目未验收）以及电子集团总部拆迁补偿款 1.99 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司负债总额为 207.46 亿元，其中流动负债占 68.88%，长期负债占 31.12%。

截至 2012 年 9 月底，公司应付账款 22.16 亿元，较上年底增长 35.87%，主要由于海润光伏充分利用商业信用政策，延长货款支付期所致。

2009~2011 年，公司资产负债率波动上升，全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均有所上升。截至 2011 年底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 55.51%、50.18%和 22.36%。

截至 2012 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 58.68%和 53.09%。

总体来看，公司负债规模有所增长，整体债务负担一般。

4. 盈利能力

2009~2011 年，受太阳能板块迅速发展影响，公司主营业务收入迅速增长，年均增长

27.06%；利润总额波动上升，年均增长 23.08%。2011 年，公司实现营业收入 166.99 亿元，同比增长 31.32%；利润总额 16.06 亿元，同比下降 6.87%。2011 年，其他业务利润主要为海润光伏外购硅原料后，经过提纯后对外出售硅料收入（非经常性收入）。

随着公司规模的扩大，公司期间费用呈现上升趋势。2009~2011 年，营业费用年均下降 4.15%；由于海润光伏规模扩大，管理费用年均增长 38.62%。财务费用随着有息债务上升，年均增长 36.66%。

2009~2011 年，公司投资收益有所波动，年均变化率 8.43%。2011 年，公司投资收益 3.11 亿元，较上年增长 68.27%，主要为公司出售子公司阳光股份股票取得的投资收益 3.22 亿元。

2009~2011 年，公司营业外收入增长较快，年均变化率 305.14%。2011 年，公司营业外收入 2.05 亿元，较上年增长 329.35%，主要为子公司海润光伏收到各项政策拨款 1.76 亿元。

受成本上升及光伏产品利润下降的影响，2011 年公司主营业务利润率较上年减少 4.43 个百分点，2011 年为 14.57%。2011 年净资产收益率和总资产收益率均较上年同期有所下降，2011 年分别为 10.41%和 8.98%。

受全球及国内宏观经济低迷、光伏行业景气度下降影响，2012 年 1-9 月，公司主营业务收入为 103.78 亿元，为 2011 年全年的 62.15%，利润总额 1.67 亿元，为 2011 年全年的 10.40%，主营业务利润率 13.19%，与 2011 年相比有所下降。

总体来看，公司营业收入增长稳定，但光伏行业的持续低迷，对公司利润率水平产生不利影响。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011 年底公司合并口径的流动比率为 150.58%，速动比率为 90.32%，公司经营现金流动负债比为 13.85%，

截至 2012 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 146.85%和 92.67%。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，2011 年公司的 EBITDA 利息倍数为 4.93 倍，利息支付能力较好；2011 年公司全部债务/EBITDA 为 4.89 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力一般。

2012 年 9 月底，公司获得中、农、工、建、进出口银行等行的授信总额度为 205.40 亿元，已使用额度为 155.58 亿元，尚未使用额度为 49.82 亿元。公司间接融资渠道较畅通。公司拥有 2 家上市公司，直接融资渠道通畅。

2012 年 9 月底，公司合并报表对外担保合计 3.25 亿元，担保比率 2.23%。公司担保比率较低，目前上述公司均正常经营，公司或有债务风险较小。

表 25 2012 年 9 月底公司对外担保情况

被担保单位	担保金额 (万元)	担保期限
江阴高达贸易有限公司	2000.00	2012.3-2013.3
嘉康国际有限公司	1500.00	2011.12.3-2012.12.2
嘉康国际有限公司	2000.00	2011.4.10-2013.4.10
江苏阳光服饰有限公司	4000.00	2012.1.10-2013.1.9
江苏阳光服饰有限公司	6000.00	2012.1.6-2012.11.5
江苏阳光服饰有限公司	2000.00	2011.12.21-2012.12.20
江苏阳光服饰有限公司	6000.00	2012.7.13-2013.7.13
江阴市林锴物资贸易有限公司	3000.00	2012.5.4-2013.5.3
江阴市林锴物资贸易有限公司	3000.00	2012.5.8-2012.11.8
江阴天立宏能源贸易有限公司	1000.00	2011.4.6-2012.4.6
江阴华隆塑胶有限公司	2000.00	2012.6.1-2012.12.1
合计	32500.00	

资料来源：公司提供

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》（编号：B-201211175347），截至2012年11月19日，公司无未偿还不良贷款及欠息。《企业基本信用信息报告》中，公司在 2011 年曾有不良贷款 56805053.98 元，此系海润

光伏借壳江苏申龙高科集团股份有限公司上市时，公司承担的重组银团贷款中，招商银行江阴市虹桥南路支行参贷的部分。根据招商银行江阴市虹桥南路支行出具的说明，按照招商银行的规定，重组贷款变更主体后，半年内需保持原有评级不变，因此该部分贷款仍维持次级分类不变。由此，该部分不良贷款并非由公司经营活动产生的不良贷款。

7. 抗风险能力

总体看，公司作为全球最大的毛纺生产企业，品牌、技术和规模优势明显；光伏板块受行业景气度低迷影响较大，后续发展仍有待观察；而光伏电站项目完成并网，渐次进入运营及对外出售阶段，有助于改善盈利能力。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

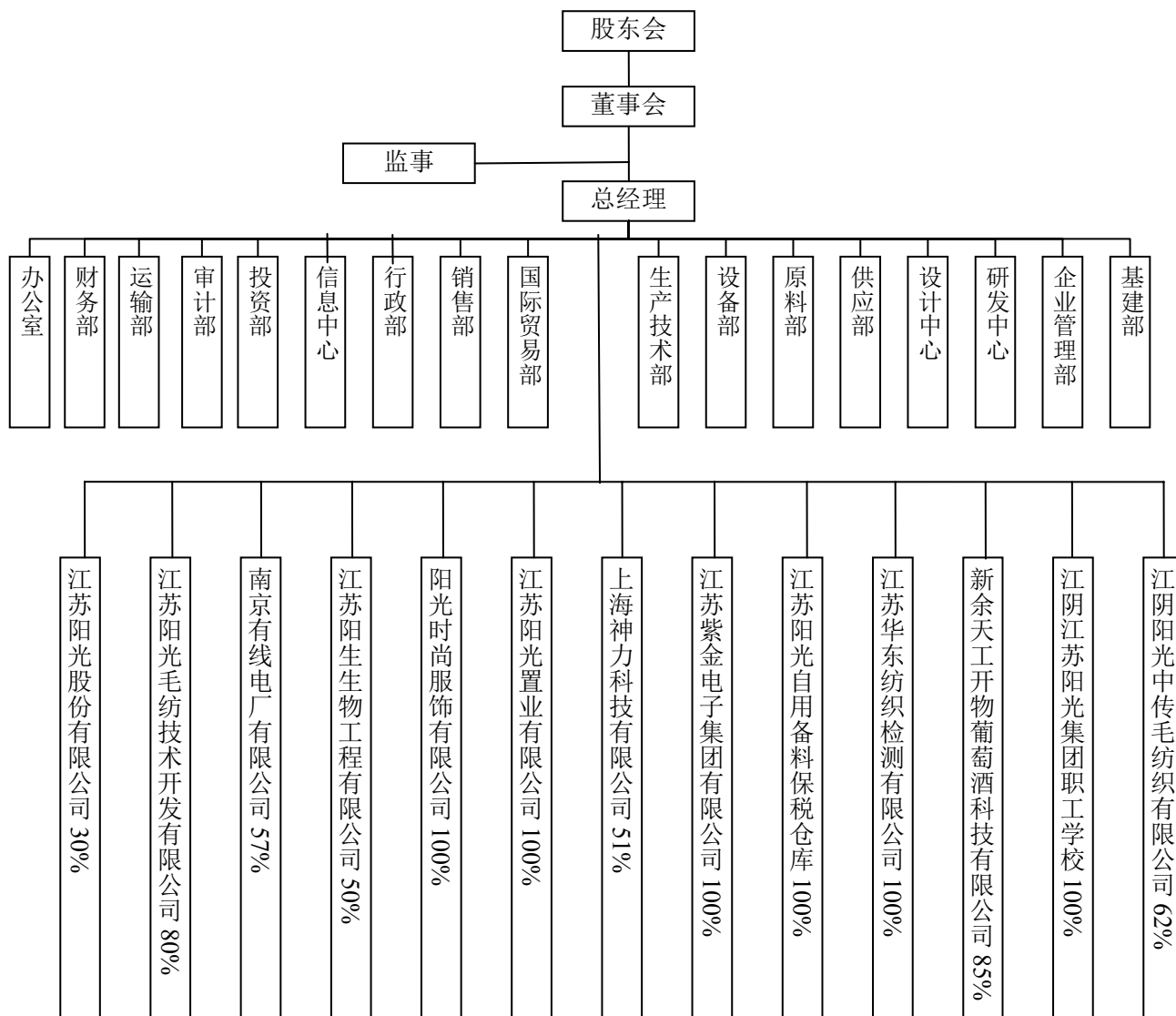
八、结论

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、人民币升值对公司毛纺服装业务产生了不利影响，但公司凭借其较强成本控制能力，有效缓解了同期业绩下滑的风险。但在全球经济低迷的背景下，光伏行业景气度超预期下行，公司该板块的经营压力显著加重；房地产板块受调控政策的影响，盈利增长不确定性加大。

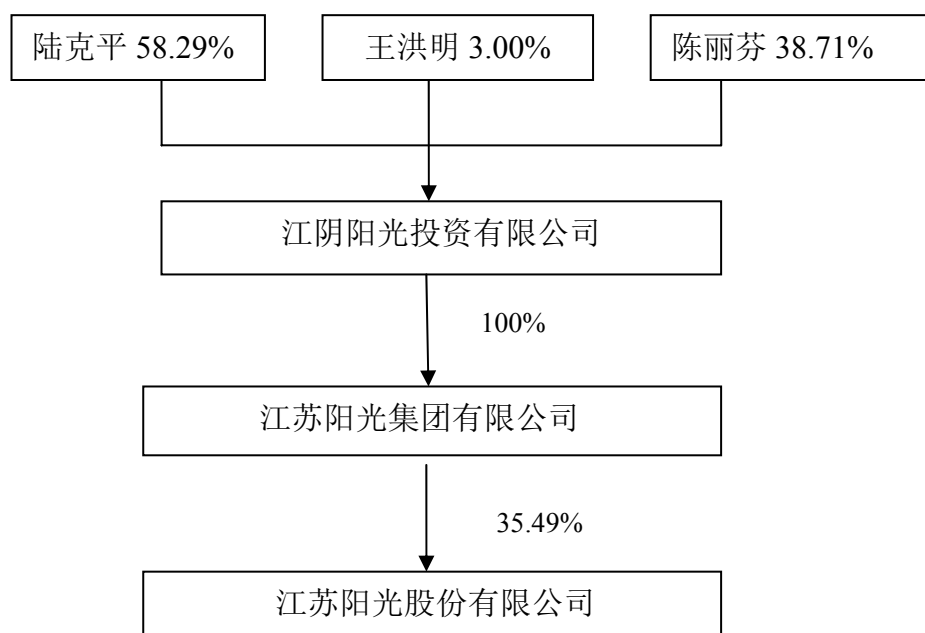
未来公司将缩减房地产投资力度，以开发现有土地为主；光伏板块将向全产业链延伸，投资电站形成规模，电站转让收益将改善光伏板块经济状况，但光伏板块整体收益状况仍有待观察；伴随公司毛纺服装业务销售渠道不断扩张，未来纺织服装板块业务将维持稳定发展。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合来看，公司主体信用风险较低。

附件 1-1 公司组织结构图



附件 1-2 公司股权结构图



附件 2-1 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 9 月
流动资产：					
货币资金	168708.57	288470.68	397954.01	53.58	386179.40
短期投资	4049.60	4049.60	0.00	-100.00	0.00
应收票据	17483.12	19928.36	70378.85	100.64	73252.41
应收股利	11.49	0.00	0.00	-100.00	
应收利息	16.88	0.00	0.00	-100.00	
应收账款	135354.47	165794.96	285685.83	45.28	324710.67
其他应收款	233844.72	208239.39	233376.08	-0.10	341429.03
预付账款	239974.30	304990.64	242313.53	0.49	198682.55
期货保证金					
应收补贴款					
应收出口退税					
存货	697639.96	746990.88	820557.24	8.45	774067.48
待摊费用	308.57	47.55	43.00	-62.67	4.97
待处理流动资产净损失					
一年内到期的长期资产					
其他流动资产					
流动资产合计	1497391.68	1738512.07	2050319.21	17.02	2098326.50
长期投资					
长期股权投资	69514.71	49289.62	173037.40	57.77	176995.74
长期债权投资	1210.93	1336.68	0.00	-100.00	
长期投资合计	70725.64	50626.30	173037.40	56.42	176995.74
减：长期投资减值准备					
加：合并价差	8689.49	20747.11	16729.23	38.75	15041.355.43
长期投资净额	79415.13	71373.41	189766.63	54.58	192037.08
固定资产					
固定资产原值	730177.20	1036565.96	1215231.04	29.01	1216444.74
减：累计折旧	226614.95	294123.98	371516.41	28.04	402110.56
固定资产净值	503562.25	742441.98	843714.64	29.44	8143341811.08
固定资产净值减值准备					
固定资产净额	503562.25	742441.98	843714.64	29.44	814334.18
工程物资					
在建工程	75702.79	49245.92	119586.18	25.69	309500.12
固定资产清理					
待处理固定资产净损失					
固定资产合计	579265.03	791762.05	963300.81	28.96	1123834.30
无形资产及其他资产					
无形资产	56653.80	70271.41	75857.71	15.71	72798.60
长期待摊费用	331.99	2115.58	2951.61	198.17	2401.34
其他长期资产					32590.78
其他非流动资产					13208.19
无形资产及其他资产合计	81159.35	100194.74	111996.84	17.47	120998.91
递延税项					
递延税项借项					
递延税项贷项					
资产总计	2237231.19	2701842.27	3315383.49	21.73	3535196.80

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债					
短期借款	374124.38	444454.09	613174.70	28.02	658202.83
应付票据	16857.03	74695.82	373056.97	370.43	352063.14
应付账款	95078.14	161505.29	163146.07	30.99	221573.04
预收账款	319724.20	183014.05	139338.85	-33.98	84412.66
应付工资	7231.95	10570.44	9528.13	14.78	7873.18
应付福利费	2600.95	1448.54	2307.94	-5.80	2440.66
应付股利		2443.36	3509.86	-	3022.41
应交税金	-13112.19	7782.45	-41200.23	77.26	-38193.20
其他未交款	200.65	120.81	461.54	51.67	224.85
其他应付款	15216.12	23128.32	23658.33	24.69	25608.77
预提费用	27.80	3384.27	30.66	5.02	343.66
短期债券	100000.00	100000.00	50000.00	-29.29	50000.00
一年内到期的长期负债		7609.38	24581.25	-	61362.30
其他流动负债					
流动负债合计	917949.02	1020156.81	1361594.09	21.79	1428934.29
长期负债					
长期借款	273000.00	348277.00	404222.17	21.68	377546.42
应付债券					150000.00
长期应付款			20559.93	-	60176.94
专项应付款		24407.32	29335.42	-	30069.20
其他长期负债	2550.95	23989.02	24696.94	211.15	27868.41
长期负债合计	275550.95	396673.35	478814.46	31.82	645660.97
递延税项：					
递延税款贷项					
负债合计	1193499.97	1416830.16	1840408.55	24.18	2074595.27
*少数股东权益	301774.79	433778.75	525802.55	32.00	483737.58
所有者权益					
实收资本	195387.30	195387.30	195387.30	0.00	195387.30
资本公积	193481.51	193433.10	192682.06	-0.21	192638.80
盈余公积	109989.32	111864.56	116170.68	2.77	115574.72
其中：法定公益金					
未分配利润	243098.30	350400.10	444932.35	35.29	477163.74
外币报表折算差额					-3900.61
归属于母公司所有者权益合计	741956.43	851085.06	949172.39	13.11	976863.95
负债及所有者权益合计	2237231.19	2701693.96	3315383.49	21.73	3535196.80

附件 3 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 1~9 月
一、主营业务收入	1034376.46	1271653.68	1669886.48	27.06	1037785.44
减: 主营业务成本	852324.53	1000747.56	1403223.03	28.31	880565.78
加: 主营业务税金及附加	25385.79	29329.23	23422.67	-3.94	20356.76
二、主营业务利润	156666.14	241576.89	243240.79	24.60	136862.90
加: 其他业务利润	3387.85	1520.20	19011.38	136.89	6360.57
减: 营业费用	22404.89	13816.09	20585.72	-4.15	19358.72
管理费用	38857.79	52008.27	74670.99	38.62	59396.91
财务费用	29822.33	25152.85	55698.20	36.66	53063.38
三、营业利润	68968.98	152119.88	111297.26	27.03	11404.45
加: 投资收益	37062.59	18469.02	31077.82	-8.43	352.03
补贴收入	0.34	0.00	0.00	-100.00	43.99
营业外收入	1248.34	4772.34	20489.94	305.14	5394.30
减: 营业外支出	514.20	2900.83	2255.67	109.45	468.14
其他支出					-5.90
加: 以前年度调整	-751.13	0.00	0.00	-	11404.45
四、利润总额	106014.92	172460.40	160609.35	23.08	16720.73
减: 所得税	24999.70	40905.86	35175.35	18.62	12874.89
减: 少数股东损益	13352.45	22377.51	26595.63	41.13	-34161.58
加: 未确认的投资损失					38007.43
五、净利润	67662.77	109177.04	98838.37	20.86	16720.73

附件 4 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 1~9 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	1258007.91	1240871.33	1749681.95	17.93	1129222.35
收到的税费返还	2641.78	17474.27	57639.30	367.10	51828.51
收到的其他与经营活动有关的现金	41561.74	68907.64	58628.73	18.77	49970.78
经营活动产生的现金流入小计	1302211.43	1327253.25	1865949.98	19.70	1231021.65
购买商品、接受劳务支付的现金	971629.95	979269.29	1378706.13	19.12	949722.95
支付给职工以及为职工支付的现金	39695.05	60565.92	107690.28	64.71	79634.48
支付的各项税费	92737.72	77820.04	122566.79	14.96	82330.06
支付的其他与经营活动有关的现金	4206.32	23669.93	68340.46	303.08	64749.67
经营活动产生的现金流出小计	1108269.05	1141325.17	1677303.66	23.02	1176437.17
经营活动产生的现金流量净额	193942.38	185928.08	188646.33	-1.37	54584.47
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金	135993.52	50102.50	98026.49	-15.10	21499.37
取得投资收益所收到的现金	9206.43	897.64	259.11	-83.22	434.02
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	42911.08	6941.05	485.06	-89.37	1320.49
收到的其他与投资活动有关的现金					
投资活动产生的现金流入小计	198521.94	73044.93	123533.59	-21.12	23253.89
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	54556.25	86424.39	290572.88	130.78	145392.44
投资所支付的现金	49859.42	37988.09	161476.70	79.96	125254.68
支付的其他与投资活动有关的现金	6899.43	38911.33	1560.47	-52.44	592.72
投资活动产生的现金流出小计	111315.10	163323.81	453610.05	101.87	271239.83
投资活动产生的现金流量净额	87206.84	-90278.88	-330076.46	-	-247985.95
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资所收到的现金	157619.40	357.80	22656.25	-62.09	150.00
借款所收到的现金	1072652.84	862960.04	1174681.24	4.65	995299.11
收到的其他与筹资活动有关的现金	1705.46	16.88	17835.46		62360.00
筹资活动产生的现金流入小计	1231977.70	863334.72	1215172.95	-0.68	1057809.11
偿还债务所支付的现金	1315995.03	747773.28	959734.21	-5.52	798791.74
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	185941.63	38025.32	68487.38	-39.31	71720.75
支付的其他与筹资活动有关的现金	5600.00	914.30	4784.23	-7.57	8418.69
筹资活动产生的现金流出小计	1507536.66	786712.90	1033005.82	-17.22	878931.17
筹资活动产生的现金流量净额	-275558.95	76621.81	182167.13	-	178877.94
四、汇率变动对现金的影响					-27.05
五、现金及现金等价物净增加额	5590.26	172271.01	40737.01	169.95	-14550.59

附件 5 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
净利润	67662.77	109177.04	98838.37	20.86
加: 未确认的投资损失 (以“+”号填列)				
加: 少数股东损益	13352.45	22377.51	26595.63	41.13
计提的资产减值准备	1766.15	873.66	7198.67	101.89
固定资产折旧	39378.25	58111.24	79188.49	41.81
无形资产摊销	1358.36	2515.43	2528.21	36.43
长期待摊费用摊销	56.56	404.85	5.70	-68.26
待摊费用减少(减:增加)	-269.00	237.62	878.13	-
预提费用增加(减:减少)	10.20	3372.47	-3353.60	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	410.01	1872.79	1389.78	84.11
固定资产报废损失	3.50	8.39	217.51	688.56
财务费用	48897.30	29097.47	57368.04	8.32
投资损失(减:收益)	-37062.59	-18469.02	-31077.82	-8.43
递延税款贷项(减:借项)	-4244.49	-282.65	-3174.46	-13.52
存货的减少(减:增加)	293853.69	31238.42	-72207.21	-
经营性应收项目的减少(减:增加)	-59576.14	-154970.30	-289803.74	120.55
经营性应付项目的增加(减:减少)	-171654.63	101166.83	314815.44	-
其他	0.00	-803.66	-760.81	-
经营活动产生的现金流量净额	193942.38	185928.08	188646.33	-1.37

附件 6 主要财务指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	6.75	7.51	6.16	-
存货周转次数(次)	1.32	1.39	1.79	-
总资产周转次数(次)	0.49	0.51	0.56	-
现金收入比(%)	121.62	97.58	104.78	108.81
盈利能力				
主营业务利润率(%)	15.15	19.00	14.57	13.19
总资本收益率(%)	9.77	11.68	8.98	-
净资产收益率(%)	9.12	12.83	10.41	-
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	20.73	21.33	22.36	26.58
全部债务资本化比率(%)	42.26	43.15	50.18	53.09
资产负债比率(%)	53.35	52.44	55.51	58.68
偿债能力				
流动比率(%)	163.12	170.42	150.58	146.85
速动比率(%)	87.12	97.19	90.32	92.67
经营现金流动负债比(%)	21.13	18.23	13.85	-
EBITDA 利息倍数(倍)	5.65	7.89	4.93	-
全部债务/EBITDA(倍)	4.28	3.65	4.89	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.37	0.11	-0.10	-
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	8.90	2.82	-2.29	-

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	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
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%
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	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: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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跟踪评级资料，导致联合资信无法进行全面分析并判定信用等级，联合资信有权撤销信用等级。

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。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月十一日

