

跟踪评级公告

联合[2014] 1113 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江苏阳光集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“12阳光MTN1”、“12阳光MTN2”和“13阳光MTN001”信用等级为AA以及“13阳光CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

江苏阳光集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 阳光 MTN1	7.5 亿元	2012/4/18-2015/4/18	AA	AA
12 阳光 MTN2	7.5 亿元	2012/8/24-2017/8/24	AA	AA
13 阳光 MTN001	5 亿元	2013/7/16-2016/7/16	AA	AA
13 阳光 CP001	10 亿元	2013/8/1-2014/8/1	A-1	A-1

评级时间: 2014 年 7 月 18 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	46.83	48.30	45.17	45.89
资产总额(亿元)	331.54	351.55	353.38	362.90
所有者权益(亿元)	94.92	99.47	91.96	92.08
长期债务(亿元)	42.48	52.47	47.16	43.66
全部债务(亿元)	148.56	176.67	172.61	177.60
主营业务收入(亿元)	166.99	141.89	121.86	25.71
利润总额(亿元)	16.06	-2.39	10.10	-0.20
EBITDA(亿元)	29.80	13.21	26.77	--
经营性净现金流(亿元)	18.86	7.21	16.60	2.83
主营业务利润率(%)	14.57	14.80	17.56	14.50
净资产收益率(%)	10.41	5.12	9.32	--
资产负债率(%)	55.51	60.31	62.06	63.39
全部债务资本化比率(%)	50.18	55.87	56.29	57.20
流动比率(%)	150.58	134.79	131.58	130.30
全部债务/EBITDA(倍)	4.98	13.37	6.45	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.35	1.79	2.81	--
经营现金流流动负债比(%)	13.85	4.58	9.82	--

注: 公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

董征 丁伟

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

江苏阳光集团有限公司(以下简称“公司”)作为国内最大的精仿呢绒生产企业和大型光伏企业,在行业地位、品牌和规模等方面具有较大优势。跟踪期内,公司业务结构有所变化,受股权转让所得投资收益拉动,利润总额增幅较大;2014 年 6 月,下属上市公司海润光伏定向增发获得证监会通过,将为企业未来发展提供更多的资金支持。同时,联合资信也关注到光伏行业竞争激烈、景气度不高、毛纺行业仍处于景气下行周期、公司短期债务占比高以及其他应收款规模加大等因素对公司信用水平的不利影响。

2013 年公司完成对亏损严重的子公司宁夏阳光硅业有限公司破产清算,2012 年一次性计提的大额减值损失业已消化;2013 年下半年公司为优化产业结构,将房地产板块剥离至母公司,集中资源发展毛纺服装和光伏产业。未来,随着国家对光伏产业扶持力度的加大,以及公司光伏板块结构调整,公司光伏板块的收入水平及盈利能力将得到提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于以上,联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级,评级展望为“稳定”,并维持“12 阳光 MTN1”、“12 阳光 MTN2”和“13 阳光 MTN001”信用等级为 AA 以及“13 阳光 CP001”信用等级为 A-1。

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. 跟踪期内,公司将房地产板块剥离至母公司,有助于公司集中资源发展毛纺服装和光伏两个主业。
3. 2014 年 6 月 25 日,中国证监会通过了公司下属子公司海润光伏非公开发行 A 股股票的申请。

关注

1. 跟踪期内，光伏行业景气度不高，欧美“双反”调查以及国内产能过剩，对国内光伏企业的发展带来了挑战；毛纺行业仍处于景气下行周期。
2. 跟踪期内，公司其他应收款规模大幅增加，主要为公司对剥离的阳光置业的其他应收款，对公司资金形成了一定的占用。
3. 跟踪期内，公司投资收益等非经常性损益对利润贡献大。
4. 跟踪期内，公司对阳光股份持股比例大幅降低，但通过了一致行动人协议约定，公司 2013 年转让的相关股份为公司相关借款提供了质押担保，仍将其纳入合并范围。
5. 公司短期债务规模大，存在一定的短期支付压力。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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及存续期内的“12 阳光 MTN1”、“12 阳光 MTN2”、“13 阳光 MTN001”和“13 阳光 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2014 年 3 月底，公司注册资本为 19.54 亿元，江苏阳光控股集团有限公司持股 100%。公司实际控制人为陆克平（持有江苏阳光控股集团有限公司 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 2014 年 3 月底，公司拥有子公司 50 家，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 2013 年底，公司（合并）资产总额

353.38 亿元，所有者权益 91.96 亿元；2013 年公司实现主营业务收入 121.86 亿元，利润总额 10.10 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 362.90 亿元，所有者权益 92.08 亿元；2014 年 1~3 月公司实现主营业务收入 25.71 亿元，利润总额-0.20 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。

三、宏观经济和政策环境

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进

经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇

率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮

财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、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)。2013年底,江阴市全市户籍总人口121.73万人,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。

2013年,江阴市国民经济保持平稳增长。全市实现地区生产总值2706.1亿元,按可比价格计算,比上年增长9.6%。其中第一产业增加值51.5亿元,增长3.2%;第二产业增加值1518.1亿元,增长8.8%;第三产业增加值1136.5亿元,增长11%。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1.9:56.1:42.0,三产增加值占GDP比重比上年提高0.8个百分点。

2013年,江阴市工业经济较快增长。全市完成工业总产值6615亿元,增长2.4%;其中规模以上工业企业实现产值6140.8亿元,增长2.5%。规模以上工业中,轻工业实现产值1771.8亿元,增长5.4%;重工业实现产值4369亿元,增长1.4%。在全市跟踪统计的15种重点产品中,有9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、三房巷集团、兴澄特钢、新长江实业、阳光集团、海澜集团、西城三联等7家企业集团主营业务收入超200亿元,法尔胜集团、双良集团、澄星实业、华宏实业等4家企业集团主营业务收入超100亿元,11家企业超50亿元,5家企业超30亿元,14家企业超20亿元,19家企业超10亿元。55家工业百强企业利税总额超亿元,其中超30亿元1家,超10亿元的12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4211.8亿元,实现利税412.1亿元,分别占全市规上工业总量的71.0%和80.4%。

总体来看,江阴市区域经济实力 and 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. 毛纺服装行业

(1) 行业概况

毛精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。

根据国家统计局数据显示，2013 年规模以上企业累计完成服装产量 271.01 亿件。同比增长 1.27%。其中梭织服装 139.24 亿件，针织服装 131.77 亿件，分别比 2012 年同期增长 3.75% 和 -1.08%，产量增速趋缓。外销方面，2013 年，中国累计完成服装及衣着附件出口 1782.24 亿美元，同比增长 11.28%，增幅较 2012 年同期提升 6.75 个百分点。服装出口数量为 313.59 亿件，同比增长 8.46%，增幅较 2012 年同期提升 9.53 个百分点。

表 1 2013 年服装行业规模以上企业产量情况

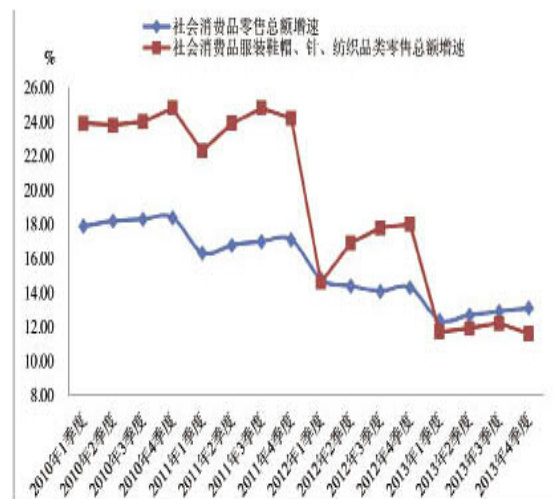
名称	企业户数(个)	产量(亿件)	同比(%)
服装	10222	271.01	1.27
梭织服装	7090	139.24	3.75
其中：羽绒服	413	2.96	2.71
西服套装	634	5.81	1.82
衬衫	663	10.86	4.07
针织服装	3947	131.77	-1.08

资料来源：国家统计局

2013 年，全国社会消费品零售总额 234380 亿元，同比增长 13.1%（扣除价格因素实际增长 11.5%），增速比 2012 年同期回落 1.2 个百分点。其中，限额以上企业（单位）消费品零售额 118885 亿元，同比增长 11.6%，比 2012 年同期增速回落 3 个百分点。服装鞋帽、针纺织品类商品零售额累计实现 11414 亿元，同比增

长 11.6%，比 2012 年同期增速回落 6.4 个百分点。

图 1 近年中国服装零售增长情况



资料来源：wind 资讯

价格方面，根据国家统计局的数据，2013 年，全国服装类商品零售价格同比上涨 2.2%，较 2012 年同期下降 0.7 个百分点。衣着类居民消费价格同比上涨 2.3%，较 2012 年同期下降 0.8 个百分点。其中，服装价格上涨 2.4%，鞋类价格上涨 1.6%。2013 年，衣着类生产者出厂价格同比上涨 1.2%，较 2012 年同期下降 0.9 个百分点。2013 年，服装价格总体微涨，但增速下降。

据中国海关统计，2013 年，中国累计完成服装及衣着附件出口 1782.24 亿美元，同比增长 11.28%，增幅较 2012 年同期提升 6.75 个百分点。服装出口数量为 313.59 亿件，同比增长 8.46%，增幅较 2012 年同期提升 9.53 个百分点。

根据国家统计局统计，2013 年，服装行业规模以上企业 15212 家。累计实现主营业务收入 19250.91 亿元，同比增长 11.29%；利润总额 1141.09 亿元，同比增长 9.83%。主营业务收入和利润总额增速较 2012 年分别提高 0.7 和 -0.33 个百分点。

服装行业规模以上企业整体效益平稳增长，亏损面有所收窄。据国家统计局数据，2013 年各季度，规模以上企业主营业务收入同比增长分别为 12.79%、12.26%、10.79% 和 11.29%，利

润总额同比增长分别为12.26%、12.29%、11.91%和9.83%。

（2）行业竞争

中国毛纺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。

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。

（4）行业关注

市场需求乏力，原材料和劳动力成本上升，毛纺行业处于景气周期下行阶段

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。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。

毛纺行业对上游议价能力较弱

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。2013 年 1~11 月，中国进口羊毛 31.9 万吨，较上年同期增长 15.9%，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。

（5）行业政策和发展趋势

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%。

2013 年 9 月 30 日，国家商务部发布《2014 年羊毛、毛条进口关税配额管理实施细则》，细则规定，2014 年羊毛进口关税配额总量为 28.7 万吨；毛条进口关税配额总量为 8 万吨。

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

（1）行业概况

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。作为替代石化能源的重要可再生能源，太阳能被认为是 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。相比较传统发电成本而言，光伏发电的成本较高，价格上无法与火电竞争。目前，光伏发电市场仍然是一个政策性很强的市场，需要靠政府的补贴支持。自 2010 年开始，各光伏主要市场国家光伏政策刺激效果显现，根据 EPIA（欧洲光伏产业协会）统计，2011 年和 2012 年，全球光伏发电安装量分别达到为 27.7GW 和 29GW，同比分别增长 67.00%和 4.69%。据国际能源局(IEA)报告，2013 年已安装的光伏系统发电量至少达到 110TWh（或等于 1100 亿千瓦时），可满足全球电力需求量的 0.5%。

《全球新能源发展报告 2014》指出，2013 年全球光伏市场的新增装机容量达到 38.7GW，累计装机容量达到 140.6GW，其中中国新增装机容量为 12GW，同比增长了 232%，接近欧洲 2013 年新增装机容量总和。

（2）中国光伏行业概况

光伏电站建设所需的电池片及电池组件产能主要集中在中国。光伏产业在中国的发展史很短，但发展速度很快。2004 年以来，中国在晶体硅太阳能电池生产能力快速增长，2007 年国内晶体硅太阳能电池片产量 1088MW，晶体硅太阳能电池组件产量 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。由于中国晶体硅太阳能电池应用市场仍处在发展阶段，应用市场需求量较小，因此中国生产的晶体硅太阳能电池 90%以上销往欧洲、美国、日本等主要应用市场。

2011 年以来，光伏产业进入景气度下行阶段，光伏产品价格持续下跌，晶硅组件价格从 2011 年初的 1.6 美元/瓦下降到 2012 年底的 0.65 美元/瓦，价格已跌破众多中小企业的成本价。2013 年，受补库存以及新兴区域需求增加的刺激价格略有回升，但是价格仍然偏低，企业盈利水平较差。根据 solarzoom（光伏太阳能网）数据，2013 年下半年，多晶硅和单晶硅价格略有回升并企稳，晶硅电池组件稳定在 0.7 美元/瓦。

2013 年全球多晶硅产量达 25 万吨，同比略有增长。其中全球主要多晶硅生产国如美国、韩国、德国和日本产量分别为 5.5、4.8、4.3 和 1.4 万吨；中国产量约 8 万吨，同比增长 12.7%，产量主要集中于江苏中能、特变电工、大全新能源等几家企业，连续三年位居全球首位，但也仅能满足中国 50%的市场需求。中国全年多晶硅进口量将达到 7.5 万吨，同比略有下降，其中德国、韩国和美国分别占据总进口量的 33%、28%和 26%。由于多晶硅价格持续在低位运行，加上国外多晶硅企业的低价倾销，国内多晶硅企业面临经营压力较大。

2013 年全球光伏组件产量达 40GW，同比增长 9%，其中全球主要组件生产国如欧洲、日本和美国的组件产量分别为 3.5、2.8 和 1.2GW，中国光伏组件产量约为 26GW，同比增长 13%，连续 7 年位居全球首位。行业发展环境不断改善，主要电池组件企业在三四季度也相继扭亏为盈，整体发展情况向好。在出口方面，中国光伏组件出口量约为 16GW，出口额约 100 亿美元，同比下降 27%。其中对欧出口份额由去年的近 65%下降至 2013 年的 30%，而日本跃居首位，成为最大的出口国，出口额约为 22 亿美元，占总出口额的 22%。对美国、

印度和南非的出口额分别占 10%、5.2%和 4.5%，出口呈多元化发展态势。2014 年，随着行业的整体好转以及由于组件价格下降使得光伏发电成本不断逼近甚至达到平价上网。

目前我国光伏产业发展总体形势虽有所好转，但仍面临多方面问题，光伏制造业亏损状况未有根本性改变，从长期角度看行业仍面临深度调整。

（3）光伏电站建设概况

在光伏产业陷入低迷的背景下，国家不断推出光伏支持政策，国内电站建设逐步进入实质性发展阶段，目前光伏电站成为光伏产业链中盈利能力最强的环节。

目前国内光伏企业进入光伏电站的商业模式是：少部分电站项目长期持有获得稳定的发电收入；多数开发电站是光伏企业成立电站开发公司，申请获得电站项目的开发权，以 EPC 方式建设电站并实现并网，最后将项目公司出售给电站购买方回笼资金，并争取实现电站的滚动开发。电站购买方主要是五大发电集团的下属子公司和一些产业基金。因电站审批和并网存在壁垒，国内光伏电站的进入还是有相当的门槛。

根据国家能源局的预计，2013 年新增装机约 10GW。到 2013 年底，中国累计光伏装机将达到 16.5GW，其中分布式光伏项目为 5.7GW，地面光伏电站约 10.8GW。目前看来，地面电站和分布式电站是在共同发展的，地面电站的装机容量还远高于分布式。中国在“十二五”规划的发展目标中，国家能源局对光伏进行了多次调整，从最初的 5GW 上调到 35GW，截至 2013 年底，国内累计装机容量 16.5GW，2014 年和 2015 年中国共计要完成 18.5GW。

中国光伏发电装机分布在 30 个省、直辖市、自治区，累计装机容量排在前五位的省级地区依次为青海、甘肃、新疆、宁夏、内蒙古。其中青海累计装机为 3.21GW，甘肃累计装机为 2.83GW，新疆累计装机为 1.28GW，宁夏

累计装机为 1.26GW，内蒙古累计装机为 910MW，项目主要集中在国家五大发电集团。

(4) 行业政策

由于光伏发电的成本较高，完全商业化运作的价格上无法与火电竞争，因此现阶段光伏发电市场仍然是一个政策性很强的市场，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。

目前各国扶持光伏产业的补贴政策主要可以分成两类：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。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。

自 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 2 目前世界主要市场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。2012年下半年将不设立大型光伏电站项目登记处；停止对农业用地的大型光伏系统发放补贴。意大利光伏补贴已触及60亿欧元上限，第五能源法案于8月27日生效。2012年10月，意大利累计光伏装机量已达到15.9 GW，光伏补贴资金仅剩下2.41亿欧元。
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：EPIA

2012 年以来，中国出台了一系列的政策支持光伏发电，包括《可再生能源十二五能源规划》、《太阳能十二五能源规划》、《国家电网关于加强分布式光伏发电并网工作的意见》等。2013 年 7 月，国务院办公厅下发《国务院关于促进光伏产业健康发展的若干意见》，不仅将《可再生能源发展十二五规划》中光伏发电的目标调整为 35GW，更明确了分布式发电、光伏电站建设和国际市场的递进发展思路。

2013 年 7 月，国务院通过《国务院关于促进光伏产业健康发展的若干意见》提出，2013~2015 年国内光伏年均新增装机 10GW，到 2015 年总装机达 35GW 以上，提升了装机预期，同时鼓励光伏企业兼并重组，并明确电价和补贴机制；为落实上述政策，国家发改委于当年 8 月发布《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》确认对光伏电站实行分区域的标杆上网电价政策，以及对分布式光伏发电项目实行按电量进行电

价补贴的政策：根据各地太阳能资源条件和建设成本，将全国分为三类资源区，分别执行每千瓦时 0.9 元、0.95 元、1 元的电价标准；对分布式光伏发电项目的电价补贴标准为每千瓦时 0.42 元；标杆上网电价和电价补贴标准的执行期限原则上为 20 年，保障了电站业主的投资回报水平。通知指出，分区标杆上网电价政策适用于 2013 年 9 月 1 日后备案（核准），以及 9 月 1 日前备案（核准）但于 2014 年 1 月 1 日及以后投运的光伏电站项目；电价补贴标准适用于除享受中央财政投资补贴之外的分布式光伏发电项目。

税收方面，根据财政部、国家税务总局 2008 年印发的关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知，利用风力生产的电力，增值税实行即征即退 50% 的政策。2012 年底，国务院常务会议明确提出，要完善中央财政资金支持光伏发展的机制，光伏电站项目执行与风电相同的增值税优惠政策。

（5）行业关注

贸易壁垒加剧了国内光伏行业的窘境

2011 年以来美国和欧洲相继对中国光伏生产企业展开“双反”调查，使得国内光伏企业经营状况雪上加霜。

2011 年 11 月，美国对中国光伏生产企业展开“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。

2013 年 6 月，欧盟委员会作出“双反”调查裁决，宣布从 2013 年 6 月 6 日起，对产自中国的光伏产品征收临时反倾销税，前两个月的税率为 11.8%，此后将升至 47.6%。2013 年 7 月 27 日，中国与欧盟就中国出口到欧盟的光伏产品的价格达成了承诺协议，最低进口价格为每瓦 0.56 欧元。此次协议还规定中国可向欧盟市场提供不高于 70 亿瓦光伏组件，大约相当于 2012 年欧盟光伏组件消费总量 150 亿瓦的 47%，超出部分加征 47.6% 关税。中欧谈判的结果避免了中国光伏产品全部被

加征 47.6% 关税的情况，该协议的达成对以电池片及组件生产为主的龙头企业承受能力较大，同时进口配额限制有助于促进国内光伏产业优胜劣汰，加速去产能进程。

行业处于低谷阶段，光伏企业财务风险加大，破产风险加剧

近年，由于光伏行业产能过剩严重、产品价格下跌，造成企业盈利能力日益下降，现金回流情况差，光伏企业存货周转天数和应收账款周转天数大幅上升，企业资金回笼慢，大量资金被存货挤占，企业不得不通过对外融资来维持生存。2012 年以来，光伏行业风险集中爆发，无锡尚德、江西赛维、超日太阳能等一批光伏生产企业相继陷入危机，其他光伏企业的经营状况也出现明显恶化。

另一方面，企业融资环境愈发恶化，2011 年以来行业的持续低迷使得银行开始采取停贷、观望态度；而债市方面，光伏企业普遍因财务状况恶化而在发债方面受到限制，尚德可转债危机、“超日债”等事件也给光伏企业发债带来了更多的不利因素。

五、基础素质分析

1. 产权状况

江苏阳光控股集团有限公司持有公司 100% 的股权，陆克平先生持有江苏阳光控股集团有限公司 58.29% 的股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

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。在中国纺织工业协会公布的“2012~2013 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 7 位。

据中国毛纺织行业协会统计数据显示，公司 2013 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2013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。

3. 人员素质

公司现有总经理、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。

总经理陆克平先生，现年70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”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2014年3月底，公司职工总数20480人，从学历构成看，大专及以下占80.32%，大专以上占19.68%；从年龄结构看，30岁以下占35.74%，30岁至50岁占51.98%，50岁以上占12.28%。

总体看，公司高管人员行业经营和管理经验丰富，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。

六、管理体制

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

2013年，公司实现主营业务收入121.86亿元，较2012年下降14.12%，主要是公司剥离房地产业务所致。公司以毛纺服装为主业，是中国最大的精毛纺面料生产企业，2013年毛纺和服装板块分别实现收入43.36亿元和13.35亿元，收入占比分别为35.58%和10.95%，其中服装收入同比下降27.77%，下降较大主要是公司2012年8月剥离江苏阳光服饰有限公司（以下简称“阳光服饰”，阳光服饰主要以零售为主，公司是以面料和订制为主）所致。在太阳能光伏领域，公司下属海润光伏具备年产6英寸、8英寸硅片9000余万片，年产单多晶硅棒2000吨的生产能力以及太阳能电池片及组件生产能力，2013年太阳能光伏板块实现收入44.00亿元，收入占比为36.11%。公司在江阴开发西区、江阴云亭、盐城大丰等地，与当地供电局以合资方式投资了四家热电厂，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，2013年热电板块实现收入6.72亿元。公司于2013年7月将其下属子公司江苏阳光置业发展有限公司剥离，因此，2013年公司仅合并江苏阳光置业发展有限公司1-6月损益表和现金流量表，未合并资产负债表。

2013年，公司整体毛利率19.04%。较2012年有所增加，主要是太阳能光伏板块毛利大幅增加所致。毛纺板块毛利率为17.61%，较上年略有提高；太阳能光伏板块毛利率大幅提高至15.01%，主要因为光伏板块新增发电和工程施工等毛利率较高业务。

2014年1~3月，公司实现收入25.71亿元，毛利率为15.17%。其中毛纺和光伏板块收入分别为9.49亿元和11.36亿元，占比分别为36.92%和44.17%。

表3 公司主营业务收入构成(单位:万元、%)

项目	2012年			2013年			2014年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
毛纺	422629.27	29.78	16.74	433567.97	35.58	17.61	94933.13	36.92	18.77
服装	184786.79	13.02	17.91	133473.31	10.95	17.21	32723.68	12.73	17.03
太阳能光伏	489348.12	34.49	6.57	440037.48	36.11	15.01	113585.30	44.17	14.67
房地产	230677.31	16.26	35.16	127850.72	10.49	38.33	--	--	--
热电	67785.43	4.78	16.01	67219.23	5.52	16.74	14501.15	5.64	7.13
生态农林	--	--	--	12198.39	1.00	31.83	104.76	0.04	44.13
其他	23721.95	1.67	3.15	4292.22	0.35	57.77	1295.15	0.50	37.60
合计	1418948.87	100.00	16.60	1218639.32	100.00	19.04	257143.17	100.00	15.17

资料来源:公司提供

2. 毛纺织服装板块

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。

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。

表4 近年公司羊毛采购情况

羊毛采购	2012年	2013年	14年1-3月
羊毛采购总量(吨)	26411	24716	6134
羊毛采购总额(亿元)	26	26.65	5.88
其中:澳毛采购量(吨)	26235	24527	6082
澳毛采购均价(万元/吨)	10.0	10.8	9.6
国毛采购量(吨)	176	189	52
国毛采购均价(万元/吨)	8.5	8.9	8.3

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。

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。2013年,公司羊毛采购总量较2012年有所下降,主要是剥离阳光服饰导致羊毛需求下降;羊毛采购价格有所上升。

总体看,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,受羊毛市场价格波动、进出口政策变化等因素影响大。

生产加工

公司引进法国、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。

2013年,公司精纺呢绒面料产量和上年基本持平,但服装产量大幅下降,主要因为剥离阳光服饰;2014年1~3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2013年全年的25.35%和25.93%。

表5 近年公司产品生产情况(万米,万套)

产品	2012年	2013年	14年1-3月
精纺呢绒面料	3608	3593	911
服装	311	216	56

资料来源:公司提供

市场销售

公司设立销售部和国际贸易部分别负责

国内销售和产品出口。公司以销定产的经营模式保证了近年来公司产销基本平衡。

截至 2014 年 3 月底，公司在国内五个大区设立 26 多家分公司负责国内销售，另通过 44 家直接代理商、92 家间接代理商，建立了基本覆盖全国的营销网络。

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；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。

国内各大系统换装安排对公司销售有较大影响，2013 年精纺呢绒面料销量略有上升，服装销售变化不大。国内市场销售前五大客户合计销售 4.28 亿元，占国内毛纺服装销售的 10.59%。

表 6 公司近年产品国内销量情况（万米，万套）

产品	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
精纺呢绒面料	2145	2221	515
服装	216	215	55

资料来源：公司提供

表 7 2013 年国内市场销售前五大客户
(单位：万元，%)

客户名称	销售金额	销售占比
总后勤部军需物资油料部	17228.35	4.26
中国民生银行股份有限公司	8231.44	2.04
中国银行股份有限公司	6242.88	1.55
中国建设银行股份有限公司	6018.38	1.49
雅戈尔服装控股有限公司	5048.31	1.25
合 计	42769.36	10.59

资料来源：公司提供

出口业务方面，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 113 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，2013 年欧洲约占 25.3%、

日本约占 32.1%、美国约占 33.8%。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。公司服装出口业务主由江苏阳光服饰有限公司承担，2012 年 8 月江苏阳光服饰有限公司被转让给母公司，因此 2013 年公司无服装出口业务。

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 8 近年公司产品出口情况（万米，万套）

产品	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
精纺呢绒面料	1442	1374	398
服装	96	--	--

资料来源：公司提供

3. 太阳能业务

公司的光伏产品包括硅片、太阳能电池片、电池片组件及光伏电站的建设、销售与运营，经营实体为公司下属海润光伏及其子公司的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”）、江阴鑫辉太阳能有限公司（以下简称“鑫辉太阳能”）等。

受销量下降影响，2013 年公司电池片和组件收入出现不同程度下降，同时电池片和组件毛利率均有所增加，主要原因是公司不断改进生产工艺，提高良品率和生产效率；发电收入和工程施工收入大幅增加，毛利率水平高，成为公司重要的收入和利润来源。2014 年一季度光伏发电毛利率下降主要受季节变化影响，冬季光照时间短且光照强度弱。

公司下属子公司宁夏阳光硅业有限公司（以下简称“宁夏阳光”）成本、技术优势不足，连年亏损。2013 年 1 月宁夏阳光申请破产清算，公司对长期股权投资和往来款一次性计

提 2.34 亿元和 12.67 亿元。

表 9 海润光伏主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
单晶硅片	102.78	0.02	-14.63	2559.65	0.58	-23.66	--	--	--
多晶硅片	12838.04	2.59	5.08	10269.26	2.33	-38.67	4492.6	3.96	8.64
电池片	95911.39	19.31	0.55	79866.52	18.15	8.50	11476.33	10.10	2.08
组件	368128.18	74.13	9.10	258296.75	58.70	12.43	60376.47	53.16	15.95
发电收入	4791.07	0.96	66.68	26145.31	5.94	60.13	4539.90	4.00	23.73
其他	14804.03	2.98	46.38	--	--	--	--	--	--
工程施工	--	--	--	62900.00	14.30	25.48	32700.00	28.78	17.66
合计	496575.49	100.00	9.01	440037.49	100.00	15.01	113585.30	100.00	14.67

资料来源：海润光伏审计报告

（1）太阳能电池及组件销售业务 原材料采购

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，由海润光伏下设的战略物资采购部具体负责。主要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，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。2013 年，公司多晶硅采购总量 2500 吨，较上年大幅下降，主要是为加快电站建设的工程进度，减少了对硅料采购量，增加了多晶硅片的采购量。

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。

表 10 近年原料采购情况

多晶硅料采购	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
多晶硅采购总量（吨）	5646.05	2500.75	1295.84
多晶硅采购均价（去税价：万元/吨）	12.38	11.17	12.79
多晶硅采购总额（亿元）	6.99	2.79	1.66
单晶硅片采购总量(万片)	50.47	66.67	3.12
单晶硅片采购均价(去税价，元/片)	6.17	6.88	6.86
单晶硅片采购总额(万元)	311.40	458.69	21.40
多晶硅片采购总量(万片)	15024.17	18999.16	3240.96
多晶硅片采购均价(去税价：元/片)	6.00	5.94	5.91
多晶硅片采购总额(亿元)	9.02	11.28	1.92

资料来源：公司提供

生产加工

目前公司拥有从瑞士、德国、日本等国进口的高速高效精密线切割机 80 台、单晶硅棒制备生长炉 124 台、开方线锯 10 台、多晶硅铸锭炉 76 台以及先进的检测设备。

公司主要产品有单晶硅片、多晶硅片、太

阳能电池片、太阳能电池组件。公司光伏板块的主要生产经营模式为海润光伏母公司生产单晶硅片及多晶硅片，销售给子公司海润电力、奥特斯维及鑫辉太阳能，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。

市场营销

2013 年公司欧美传统市场销量下滑,但新兴市场的快速崛起,公司全力开拓国内市场及非洲、澳大利亚、印度、日本、中东等国际新兴市场,全年完成组件销售 812.72MW。公司

产品销售的结算方式:公司客户约有 30%-40% 采用带款提货, 40%-50%客户采用货到后再 T/T 付款的方式, 10%-30%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。

表 11 公司硅片、太阳能电池片及组件产量及销售情况

项目	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
硅片产量 (MW)	514	533	152
硅片销量 (MW)	86	508.58	145.41
太阳能电池片产量 (MW)	1148	1590	350.24
太阳能电池片销量 (MW)	356	365	247.20
太阳能电池组件产量 (MW)	818	1080	251.37
太阳能电池组件销量 (MW)	814	812.72	199.65

资料来源:公司提供

2013 年公司太阳能电池片和组件产量有所提升,主要是 2013 年下半年光伏行业有所回暖及公司和顺风合作建电站对组件需求增长。2013 年太阳能电池片及组件前五大客户合计销售 15.28 亿元,占电池片及组件总收入的 45.18%,集中度较高。

表 12 2013 年太阳能电池片及组件销售前五大客户
(单位:万元,%)

客户名称	金额	占比
国电光伏(江苏)有限公司	37431.97	7.87
北京科诺伟业科技股份有限公司	33905.18	7.12
江西新维电力有限公司	33703.75	7.08
金昌锦泰光伏电力有限公司	26552.90	5.58
武威华东众合新能源有限公司	21200.00	4.46
合计	152793.80	45.18

资料来源:公司提供

公司光伏产业成本控制能力较强,各主要产品仍能保持微利,产品售价较市场平均价格微低,具有一定的竞争优势。

与 2012 年相比,2013 年公司国外销售份额下降至 38.94%,主要是因为公司为应对美国及欧盟“双反”及欧洲各国政府削减财政补贴导致的国外市场萎缩,加大力度开发国内市场,并在中国政府政策支持的背景下,取得了

一定的成果。

表 13 2013 年公司组件产品市场分布情况
(单位:万元,%)

地区	销售收入	销售占比
欧洲	69586.75	26.94
美国	581.70	0.23
其他地区	30408.88	11.77
国外市场小计	100577.33	38.94
国内外市场小计	258296.74	100.00

资料来源:公司提供

(2) 光伏电站的建设、销售与运营业务

在光伏电站方面,公司以电站出售滚动开发和自持运营的模式相结合,以稳定的电费收入来平滑光伏行业波动。同时,公司积极开拓新兴市场,拓展 EPC(工程施工)业务模式。光伏发电和工程施工板块一定程度上缓解了光伏产品生产环节毛利率过低的问题。

虽然近年光伏行业整体陷入低谷,但公司依托先发优势,抢先进入意大利、保加利亚、罗马尼亚等欧盟国家,建立标杆电站,保证了公司未来不断拥有项目来源。2013 年,公司太阳能发电系统集成业务完成 EPC 装机容量 150MW,实现收入 6.29 亿元;2014 年 1-3 月,公司完成 EPC 装机容量约 75MW,实现收入

3.27 亿元。

结算方面，公司在 EPC 项目的不同阶段分期收取货款，签订合同时预收 15%，主设备进场时收 60%，并网发电完成后收 20%，5%质押金竣工验收 12 个月后收回。在海外交易中，公司通常采用欧元报价，人民币结算方式，在合同报价时考虑汇率波动带来的结算风险，付款主要采用即期信用证的销售模式。

2013 年，公司累计建设 9 座光伏电站，全部分布在保加利亚、罗马尼亚、意大利、日本、英国、国内新疆、甘肃，容量约 153MW。公司以光伏电站为样板带动海外市场销售，同时海外光伏电站运营可以带来稳定的电费收入。截至 2014 年 3 月底，公司手持电站装机容量

235.16MW，2013 和 2014 年一季度的发电量分别为 11914.11 万千瓦时和 3734.8 万千瓦时，2013 和 2014 年一季度获取的发电收益分别为 26145.31 万元和 4539.90 万元。组件采购方面，2013 年，公司光伏电站建设使用电池组件为 153.32MWH，全部为海润光伏自产组件。

截至 2014 年 3 月底，公司在谈电站项目 7 个（约 599MW）。在电站开发方面，海润光伏努力开发国内外优质电站项目，重点拓展国内市场，进一步扩大在国内市场的占有率。公司实现了项目开发、EPC 总承包，并提前锁定项目购买方的经营模式，为公司找到了新的利润增长点。

表14 公司手持电站情况

电站名称	所在国家	装机容量(MW)	上网电价	并网日期	投资金额(万欧元)	持股比例(%)
GAPS	意大利	13.08	0.206 欧元/度; 0.160 欧元/度	2011.11; 2012.3	3232.73	100
AGRO	保加利亚	5.88	0.1212 欧元/度	2013.1	1305.51	100
BESTSOLAR	保加利亚	4.89	0.248 欧元/度	2011.12	979.31	100
HELIOS	保加利亚	50.61	0.248 欧元/度	2012.9	12393.81	100
CHERGANOVO	保加利亚	29.3	0.248 欧元/度	2012.8	6269.02	100
FIRIZA	罗马尼亚	4.1	每 MWh 可获 6 个绿色权证	2013.5	668.95	70
GV7	罗马尼亚	55	每 MWh 可获 6 个绿色权证	2013.12	9140	95.5
KAMA	日本	2.3	40 日元 /度	2014.4	442.25	100
武威海润一期	中国	50	1 元/千瓦	2013.12	70629 万元	100
岳普湖海润一期	中国	20	1 元/千瓦	2013.12	23178 万元	100
合计		235.16				

资料来源：公司提供

4. 热电及其业务

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。2013 年电力和供汽销售额分别为 1.25 亿元和 6.34 亿元。

表 15 公司热电业务近年销售及采购情况

项目	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
电力销售额(万元)	10746.58	12528.27	1794.35
供电数量(万度)	24793.57	27905.97	4145.34
销售均价(元/度)	0.43	0.45	0.43
供汽销售额(万元)	74429.99	63418.60	12507.81
供汽数量(万吨)	391.77	372.99	74.81
供汽销售均价(元/吨)	189.65	170.03	167.19
煤炭采购金额(万元)	71008.60	52081.56	8690.65
煤炭采购量(万吨)	94.65	89.70	15.19
均价(元/吨)	750.26	580.62	572.13

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。

5. 生态农林

公司生态农林板块主要由子公司江苏阳光生态园科技有限公司（以下简称“阳光生态”），主要从事花卉、苗木的研究、开发、种植，销售自产产品；观光农业；园艺绿化工程施工等。

阳光生态总部拥有组培中心、扦插苗及园艺中心、播种苗为主的种苗培育基地，占地 100 亩，具有组培 500 万株/年，种苗繁殖 500 万株/年，扦插 500 万株/年的规模，包括智能温室 5200 平方米、自动化基质车间 2000 平方米、炼苗和全光照扦插温室 10000 平方米、高档荫棚 40000 平方米和高科技组培中心。公阳光生态在江阴市拥有苗木基地 1185 亩，江西新余苗木基地 5000 亩，计划在江西余干县建苗木基地 12000 余亩，投资金额超 5 亿元，目前已开工建设。

6. 在建项目及未来发展

公司未来发展战略是：在立足毛纺主业现有规模前提下，做精做强主业产品，即保持精纺纱锭 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。同时，大力

发展高档男装、女装，实施国际化战略、名牌战略、现代营销战略和人才战略，进一步从精纺呢绒向高档品牌服装延伸。公司将在巩固和加强毛纺服装产业主导地位的同时，继续走多元化发展之路，坚持稳健发展，积极稳妥地参与清洁能源建设，不断提高企业提高企业的核心竞争能力。

公司光伏产业未来发展战略是：海润光伏将建立了一支经验丰富，具备创新、敬业精神的研发团队，目前团队成员已超过 70 人，其中博士 8 人、硕士 30 余人，团队成员主要来自德国 Fraunhofer 太阳能系统研究所、德国 ISFH 研究所、澳大利亚新南威尔士光伏中心、中山大学太阳能系统研究所、南开大学光电研究中心等国内外光伏领域最杰出的高校院所。海润光伏公司在欧洲市场推进太阳能电站项目来消化现有产能进而实现较好的效益，同时积极开发日本、印度、南非等新兴市场，发挥公司的规模经济效应。公司将继续增强研发能力，进一步提高光电转换效率，从而太阳能发电系统的单位发电成本，提高公司的核心竞争力。

公司在建项目主要为海润光伏在建和拟建电站，2014 年 4~12 月和 2015 年，预计公司还将投入 13.20 亿元和 18.91 亿元，光伏电站先期需要垫支建设，对公司未来两年存在一定的筹资需求。

表 16 公司未来重大在建工程(单位：万元)

项目名称	预计工期	预计总投资	截至 2014 年 3 月底已投入	2014 年 4~12 月	2015 年
察右后旗 50MW 电站项目	1 年	40523.17	--	40523.17	--
阿拉善左旗 50MW 电站项目	1 年	40524.10	--	40524.10	--
曲靖奥特斯维 50MW 电站项目	1 年	40524.80	18.98	40505.82	--
易门海润 50MW 电站项目	1 年	40525.80	--	--	40525.80
尚义海润 100MW 电站项目	1 年	81050.20	--	--	81050.20
沽源海润 50MW 电站项目	1 年	40523.00	--	--	40523.00
英国 Brilliant Harvest 10.23MW 电站项目	1 年	10420.00	--	10420.00	--
罗马尼亚 Ucea 27MW 项目（二期）	1 年	27000.00	--	--	27000.00
合计		321091.07	18.98	131973.09	189099.00

资料来源：公司提供

八、重大事项

为优化产业结构，降低房地产业务在公司资金的占用，集中精力与资源壮大毛纺织服装主业，2012年10月公司对江苏阳光置业发展有限公司（以下简称“阳光置业”）的投资本金由于原来的33.7亿元下降到12亿元。2013年7月，公司已把房地产业务对价24亿元转移到母公司江苏阳光控股集团有限公司名下，阳光置业已不再是公司的子公司。公司已于2013年9月17日公告。截至2014年3月底，已收回13.02亿元。公司在“其他应收款”中反映了对阳光置业应收（土地款）30.43亿元，该土地款拟通过出售无锡蠡湖一号地块得以收回，无锡蠡湖一号地块目前合同价格约为35亿元；公司房地产业务还持有位于江阴市立新小区的待售土地802亩，该地块原始投资18.04亿元，预计出售价格23亿元。

截至2013年6月底，公司资产总额338.60亿元，负债总额205.90亿元。本次股权转让后，公司资产总额323.97亿元，较2013年6月底下降4.32%；公司负债总额191.37亿元，较2013年6月底下降7.06%；公司资产负债率由60.81%下降到59.07%。截至2012年底，公司房地产业务收入23.07亿元，占2012年总收入的16.26%；毛利8.11亿元，占2012年公司总毛利的34.44%。2013年公司仅合并江苏阳光置业发展有限公司1-6月损益表和现金流量表，未合并资产负债表。股权转让后，公司收入和利润将受到一定影响。

2013年8月5日，公司将所持有的江苏阳光股份有限公司38413万股（占上市公司总股本21.54%）转让给3名受让人陆宇、孙宁玲和陈丽芬，转让价分别为2.96亿元、1.88亿元和3.04亿元，转让后，公司持有江苏阳光股份有限公司8.45%的股权。三人和公司签订一致行动人协议。本次对江苏阳光股份有限公司的股权转让，不影响公司对江苏阳光股份有限公司的控股地位。同时，三人所持有的38413万股

股权全部质押给银行，用于公司贷款。

2013年公司已将持有的江苏银行股份有限公司（以下简称“江苏银行”）4.64%股权和华龙证券有限责任公司（以下简称“华龙证券”）1.53%股权，分别以7亿元和1.84亿元转让给母公司江苏阳光控股集团有限公司。2012年，公司分别从江苏银行和华龙证券获得现金股利1120.00万元和112.81万元。2012年，江苏银行资产总额6502.38亿元，较2011年增长26.47%，所有者权益341.40亿元，实现营业收入198.06亿元，利润总额96.26亿元。股权转让后，对公司投资收益产生一定影响。

2014年6月25日，中国证券监督管理委员会发行审核委员会通过了海润光伏非公开发行A股股票的申请。海润光伏本次非公开发行的定价基准日为海润光伏第五届董事会第二十一次会议决议公告日，即2014年3月27日；非公开发行股票的发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90%，即8.06元/股。海润光伏股票在定价基准日至发行日期间发生派息、送股、资本公积金转增股本等除权、除息事项的，本次非公开发行股票的发行底价将进行相应调整。海润光伏本次非公开发行股份数量不超过47200万股（含47200万股），单一认购对象及其关联方、一致行动人认购的数量不得超过25150万股。若海润光伏在定价基准日至发行日期间发生送红股、资本公积金转增股本等导致海润光伏股本总额增加的事项，上述发行数量上限应做相应调整。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012和2013年度财务报表，均经江阴暨阳会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2014年一季度财务报表未经审计。

2013年，公司合并范围减少阳光置业，对

公司收入和利润有一定影响。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 353.38 亿元，所有者权益 91.96 亿元；2013 年公司实现主营业务收入 121.86 亿元，利润总额 10.10 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 362.90 亿元，所有者权益 92.08 亿元；2014 年 1~3 月公司实现主营业务收入 25.71 亿元，利润总额-0.20 亿元。

2. 盈利能力

2013 年，受剥离房地产板块、服饰和光伏板块收入下降影响，公司主营业务收入有所下降，公司主营业务收入为 121.86 亿元，较 2012 年下降 14.12%。

由于 2012 年公司下属子公司宁夏硅业破产清算产生的资产减值损失 15.01 亿元已全部计提，2013 年公司管理费用大幅下降，为 8.51 亿元；2013 年公司财务费用继续增加，为 7.49 亿元，较上年增长 12.05%，主要是利息支出增长所致。期间费用规模较大，对利润影响较大。

2013 年，公司投资收益大幅增加，为 5.28 亿元，主要是转让江苏阳光股份有限公司股份获得 4.29 亿元和江苏民生租赁有限公司 0.50 亿元。

2013 年，公司利润总额为 10.10 亿元，较上年大幅增加，投资收益对利润贡献较大。

受公司光伏板块盈利增强的影响，2013 年，公司主营业务利润率、总资本收益率和净资产收益率较上年均有所提升，分别为 17.56%、5.24%和 9.32%。

2014 年 1-3 月，公司主营业务收入为 25.71 亿元，为 2013 年全年的 21.10%，利润总额-0.20 亿元，亏损原因主要受公司剥离房地产业务影响；主营业务利润率 14.50%，与 2013 年相比有所下降。

总体来看，2013 年公司主营业务收入有所下降，但公司盈利能力大幅增加；同时投资收益等非经常性损益对利润影响较大。

3. 现金流及保障

从经营活动来看，2013 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入均有所增长，分别为 154.29 亿元和 159.13 亿元，收到的其他与经营活动有关的现金主要为政府补贴及往来款。2013 年，受公司购买商品、接受劳务支付的现金下降影响，公司经营活动现金流量净额较上年大幅增加，为 16.60 亿元。从收入实现质量看，2013 年，公司现金收入比为 126.61%，主要受海润光伏回款状况较好影响，收入实现质量大幅好转。

从投资活动来看，2013 年，公司收回投资收到的现金 19.41 亿元，主要是收到对四海永富的暂借款 5.2 亿元、收到江苏银行股权款 5.6 亿元、收到出售江苏阳光股权 7.87 亿元；收到其他与投资活动有关的现金 3.55 亿元，为收到的江阴金瑞织染有限公司的恒丰股份股权 3.55 亿元。2013 年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金主要为公司海润光伏及其子公司太阳能光伏电池片及电池片组件生产流水线投资以及电站建设投资。因此受收回投资收到的现金影响，2013 年公司投资活动产生的现金流量净额为 3.36 亿元。

从筹资活动来看，2013 年，公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金大幅增加，主要是公司利润分配 16 亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为-24.45 亿元。

2014 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流入为 42.22 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 39.06 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为 2.83 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-4.98 亿元，其中投资支付的现金 4.08 亿元，主要用于公司生态农林板块的苗圃基地的投资；筹资活动产生的现金流量净额为 3.86 亿元。公司收入实现质量良好。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，经营活动获取现金能力较强；由于扩建、改造生产线和电站等项目的资金需求，公司投资支

出规模较大；公司筹资活动主要是借款取得现金，公司对外融资依赖性较强。

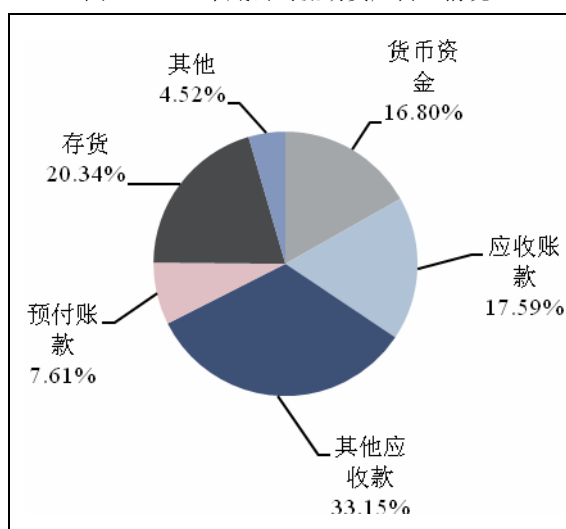
4. 资产及债务结构

资产质量

2013 年，公司资产总额为 353.38 亿元，较上年变化不大，其中流动资产占 62.95%，公司资产以流动资产为主。

2013 年，公司流动资产 222.45 亿元，较上年增长 4.97%，其中以存货（占 20.34%）、货币资金（占 16.80%）、应收账款（占 17.59%）和其他应收款（占 33.15%）为主。

图 2 2013 年底公司流动资产占比情况



资料来源：公司财务报表

2013 年，公司货币资金为 37.38 亿元，其中银行存款占 63.86%，其他货币资金占 22.63%（主要为海润光伏 8.46 亿元保证金），公司现金类资产较为充足。

2013 年，公司应收账款规模为 39.12 亿元，主要由于光伏产品销售导致应收账款规模扩大。其中，账龄在 1 年以内的占 78.93%，1~2 年的占 16.54%，2 年以上的占 4.53%。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 11.80 亿元，占应收账款账面余额的 28.35%。公司共计提坏账准备 2.49 亿元，占应收账款总额的 5.98%。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。

2013 年，公司其他应收款较上年大幅增加，主要是新增应收江苏阳光置业发展有限公司的土地款 30.44 亿元，公司控股股东已承诺回收房款及土地款后，在统筹兼顾生产经营的各个方面，将尽早地归还对公司的欠款。截至 2013 年底，公司其他应收款账面余额 92.19 亿元，账龄在 1 年以内的占 81.69%，1~5 年的占 4.07%，5 年以上的占 14.24%，累计计提坏账准备 18.45 亿元，账面净额 73.74 亿元；公司其他应收款前五名欠款合计 41.10 亿元，占总额的 55.73%，集中度较高。公司其他应收款数额较大，部分账龄较长，但影响资金使用效率。

表 17 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
江苏阳光置业发展有限公司	304360.00	一年以内	土地款
江阴市华锦达贸易有限公司	69460.42	一至以内	资金贸易款
江苏申龙创业集团有限公司	20590.15	二年以内	重组申龙的往来款
宁夏阳光硅业有限公司（中国进出口银行陕西省分行）	12196.59	半年以内	担保债权，2014 年 4 月已收回
未认证待抵扣进项税	4358.89	半年以内	待抵扣进项税
小计	410966.05		

资料来源：公司提供

2013 年，公司存货 45.24 亿元，较上年大幅下降，主要是剥离的阳光置业所持有的待售物业、在建物业及储备土地占比较大。

2013 年，公司长期投资 4.98 亿元，较上年大幅下降，主要是公司转让了持有的江苏银行、华龙证券和江苏民生租赁有限公司等股权。

截至 2013 年底，公司固定资产净值 85.88 亿元，较上年略有上升，计提减值准备 0.36 亿元。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。

2013 年，公司在建工程 25.76 亿元，较上

年有所下降，主要是公司多个在建的光伏电站投产所致。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 362.90 亿元，其中流动资产占 65.69%，资产结构较去年底变化不大。其中其他应收款较上年增加主要是新增应收江苏阳光置业发展有限公司利息款 2.58 亿元；应收江苏阳光控股集团有限公司股权款 2.99 亿元；应收江阴高特贸易有限公司贸易款 2.91 亿元。

总体看，公司资产以流动资产为主，公司现金类资产较充足，其他应收款占比较高，整体资产质量一般。

负债及所有者权益

2013 年，归属于母公司股东权益 91.96 亿元，较 2012 年有所下降，主要是未分配利润减少所致，其中实收资本占 21.25%，资本公积占 20.93%，盈余公积占 11.93%，未分配利润占 45.86%。截至 2014 年 3 月底，公司归属于母公司所有者权益合计 92.08 亿元。目前归属于母公司的股东权益以未分配利润、实收资本及资本公积为主，稳定性一般。

2013 年，公司负债总额 219.32 亿元，较上年变化不大，其中流动负债占 77.08%，长期负债占 22.92%。

2013 年，公司流动负债 169.06 亿元，较上年增长 7.53%，其中，短期借款占 42.15%、应付票据占 19.57%、应付账款占 15.73%、短期债券 5.92% 和一年内到期的长期负债 6.58%。

2013 年，公司应付账款 26.59 亿元，较上年增长 33.99%，主要是海润光伏应付账款增加所致；公司短期债券为 2013 年 8 月发行的短期融资券 10 亿元；公司应付利润 5.60 亿元，全部是海润光伏应付利润；公司应付债券新增 5 亿元为 2013 年发行的中期票据；公司长期应付款 2.08 亿元，主要为融资租赁款。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额为 230.02 亿元，其中流动负债占 79.54%，长期负债占 20.46%。流动负债增加主要是短期借款和

预收账款的增加，预收账款增加主要因为海润光伏预收账款增加 4.28 亿元所致。

截至 2013 年底，公司债务规模略有下降，短期债务、长期债务和全部债务分别为 125.45 亿元、47.16 亿元和 172.61 亿元，短期债务占比较大。公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降。截至 2013 年底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.06%、56.29% 和 26.02%。截至 2014 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.39%、57.20% 和 24.73%。

总体来看，公司所有者权益稳定性一般，负债规模有所下降，整体债务负担尚可。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013 年由于存货大幅下降，公司速动比率大幅上升，流动比率和速动比率分别为 131.58% 和 104.82%，公司经营现金流流动负债比为 9.82%；截至 2014 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 130.30% 和 104.44%。总体看，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2013 年，公司 EBITDA 为 26.77 亿元，EBITDA 利息倍数上升至 2.81 倍；全部债务/EBITDA 下降至 6.45 倍。公司长期偿债能力尚可。

截至 2014 年 3 月底，公司获得授信总金额为 195.50 亿元，尚未使用额度为 59.90 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。

截至 2014 年 3 月底，公司合并报表对外担保合计 2.63 亿元，担保比率 1.18%，主要是对江苏阳光服饰有限公司 1 亿元、嘉康国际有限公司 0.50 亿元、江阴华隆塑胶有限公司 0.53 亿元和江阴市林锴物资贸易有限公司 0.6 亿元的担保。公司担保比率较低。

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-2014060060744830)，截至2014年6月27日，公司无已结清或未结清的不良贷款及欠息。

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，部分光伏电站项目完成并网，进入运营及对外出售阶段。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

十、债券偿债能力

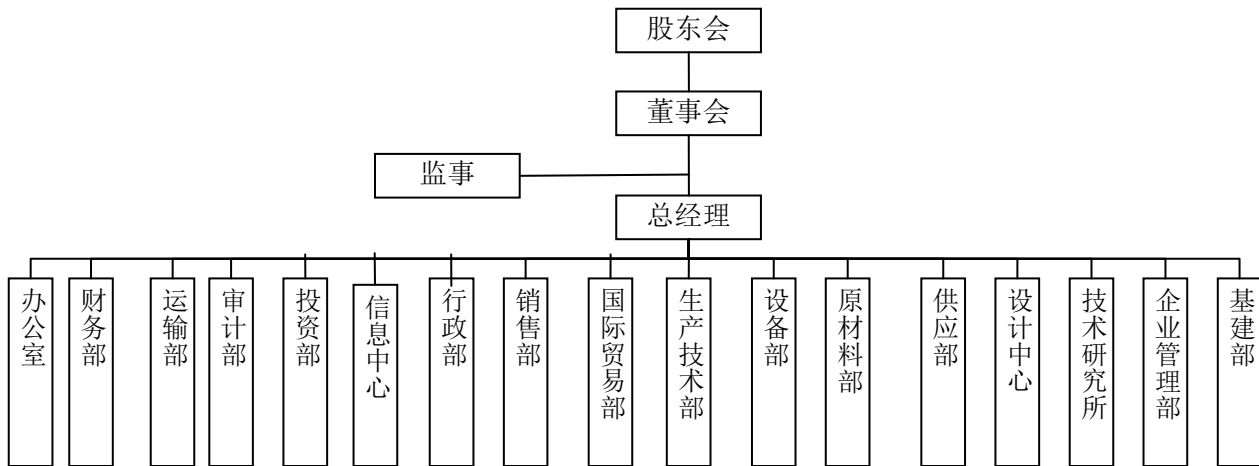
截至目前，公司存续期债券包括“12 阳光 MTN1”、“12 阳光 MTN2”、“13 阳光 MTN001”和“13 阳光 CP001”，合计 30 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司现金类资产 45.89 亿元，扣除受限资金后现金类资产 37.53 亿元，为存续期内债券发行额度的 1.25 倍。2011~2013 年公司经营活动现金流入量分别为存续期内债券发行额度的 6.22 倍、5.26 倍和 5.30 倍；2011~2013 年公司经营活动现金流净额分别为存续期内债券发行额度的 0.63 倍、0.24 倍和 0.55 倍；2011~2013 年公司 EBITDA 分别为存续期内债券发行额度的 0.99 倍、0.44 倍和 0.89 倍。公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续期内债券发行额度的保障能力尚可。

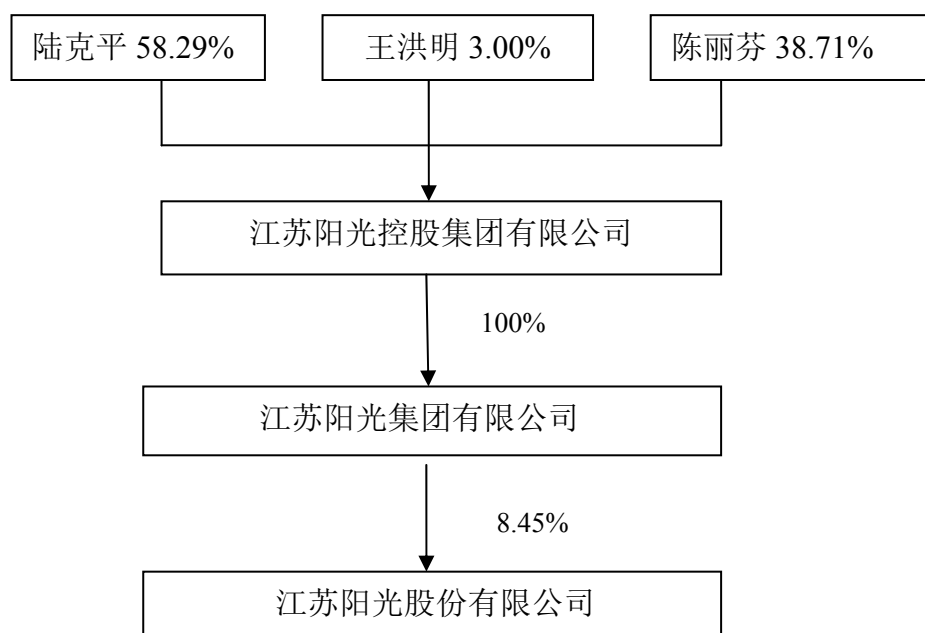
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，并维持“12阳光MTN1”、“12阳光MTN2”和“13阳光MTN001”信用等级为AA和“13阳光CP001”的信用等级为A-1。

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 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	46.83	48.30	45.17	45.89
资产总额(亿元)	94.92	99.47	91.96	92.08
所有者权益(亿元)	147.50	139.53	134.06	132.87
短期债务(亿元)	106.08	124.20	125.45	133.94
长期债务(亿元)	42.48	52.47	47.16	43.66
全部债务(亿元)	148.56	176.67	172.61	177.60
主营业务收入(亿元)	166.99	141.89	121.86	25.71
利润总额(亿元)	16.06	-2.39	10.10	-0.20
EBITDA(亿元)	29.80	13.21	26.77	--
经营性净现金流(亿元)	18.86	7.21	16.60	2.83
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.69	3.59	2.69	--
存货周转次数(次)	1.71	1.52	1.66	--
总资产周转次数(次)	0.50	0.42	0.35	--
现金收入比(%)	104.78	105.67	126.61	151.90
营业利润率(%)	14.57	14.80	17.56	14.50
总资本收益率(%)	5.22	3.72	5.24	--
净资产收益率(%)	10.41	5.12	9.32	--
长期债务资本化比率(%)	22.36	27.33	26.02	24.73
全部债务资本化比率(%)	50.18	55.87	56.29	57.20
资产负债率(%)	55.51	60.31	62.06	63.39
流动比率(%)	150.58	134.79	131.58	130.30
速动比率(%)	90.32	88.10	104.82	104.44
经营现金流动负债比(%)	13.85	4.58	9.82	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.35	1.79	2.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.98	13.37	6.45	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 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
现金收入比	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+费用化利息支出) / (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
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%

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

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

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 4 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

附件 5 短期债券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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息