

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 2401 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MTN2” 和 “13阳光MTN001” 信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十二月一日



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 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

评级时间: 2015 年 12 月 1 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
现金类资产(亿元)	38.06	36.71	33.78	20.32
资产总额(亿元)	351.55	353.38	356.81	222.28
所有者权益(亿元)	139.53	134.06	138.26	109.95
短期债务(亿元)	124.20	125.45	119.80	83.40
全部债务(亿元)	176.67	172.61	172.22	106.66
主营业务收入(亿元)	141.89	121.86	110.01	63.69
利润总额(亿元)	-2.39	10.10	-5.86	14.42
EBITDA(亿元)	13.21	26.77	13.82	--
经营性净现金流(亿元)	7.21	16.60	4.27	2.25
主营业务利润率(%)	14.80	17.56	16.05	17.39
净资产收益率(%)	3.65	6.49	0.40	--
资产负债率(%)	60.31	62.06	61.25	50.54
全部债务资本化比率(%)	49.59	49.78	47.19	49.24
流动比率(%)	134.79	131.58	137.96	203.41
全部债务/EBITDA(倍)	13.37	6.45	12.46	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.79	2.81	1.35	--
经营现金流动负债比(%)	4.58	9.82	2.62	--

注: 公司 2015 年三季度财务数据未经审计; 现金类资产已剔除货币资金中的受限资金; 长期应付款中融资租赁款已计入长期债务。

分析师

董征 杨涵

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”)是国内最大的精毛纺呢绒生产企业,在行业地位、品牌和规模等方面具有较大优势。跟踪期内,公司毛纺和服装业务收入稳定,2015 年 1~4 月,公司减持持有的海润光伏科技股份有限公司(以下简称“海润光伏”)股份 2.62 亿股,收回投资 18.65 亿元;2015 年 4 月公司将海润光伏剔除合并范围,光伏业务的退出使公司资产和收入规模大幅下降,但公司债务负担大幅下降,投资收益大幅增加;2015 年三季度,公司新合并母公司的三家地产公司,项目投资已全部完成,未开发土地将直接出售。同时,联合资信也关注到公司短期债务占比高、其他应收款规模大等因素对公司信用水平的不利影响。

未来,公司将集中精力发展毛纺服装主业,深化产品结构调整,提高运营效率和整体效益,公司主营业务的收入水平及盈利能力有望得到提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA,评级展望“稳定”,并维持“12 阳光 MTN2”和“13 阳光 MTN001” AA 的信用等级。

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. 2014 年海润光伏亏损 9.78 亿元,跟踪期内,公司退出海润光伏,大幅降低了公司的债务水平,投资收益大幅增加,公司整体盈利能力得到提升。
3. 公司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较强。

关注

1. 公司对江苏阳光股份有限公司（以下简称“阳光股份”）持股比例为 8.45%，但通过了一致行动人协议约定，仍将其纳入合并范围；公司及其一致行动人持有的阳光股份的全部股份已为公司相关借款提供了质押担保。
2. 跟踪期内，公司减持海润光伏的全部股份并退出光伏业务，资产和收入规模大幅下降。
3. 跟踪期内，公司其他应收款规模大，主要是母公司及其子公司的应收款，对公司资金形成了占用；短期债务规模大，存在短期支付压力。
4. 跟踪期内，公司新合并母公司三家房地产公司，存货中已完工地产项目和土地大幅增加，公司计划将持有土地直接出售，但受国家宏观政策和经济周期性影响，地产项目和土地未来销售存在不确定性；公司持有土地大部分已抵押用于公司贷款，抵押率高。

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、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 MTN2”和“13 阳光 MTN001”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 2015 年 9 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 2015 年 9 月底，公司拥有二级子公司 9 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。2015 年以来，公司将持有的 2.62 亿股海润光伏科技股份有限公司（以下简称“海润光伏”）股份全部减持，并于 2015 年 4 月将海润光伏剔除合并范围。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 356.81 亿元，所有者权益 138.26 亿元（含少

数股东权益 54.44 亿元）；2014 年公司实现主营业务收入 110.01 亿元，利润总额-5.86 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司（合并）资产总额 222.28 亿元，所有者权益 109.95 亿元（含少数股东权益 19.26 亿元）；2015 年 1~9 月公司实现主营业务收入 63.69 亿元，利润总额 14.42 亿元。

公司注册地址：江苏省江阴市新桥镇陶新路 18 号；法定代表人：陆克平。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年

增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增长 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增长 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增长 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增长 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增长 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳增长起到支撑作用。

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）。

江阴市北枕长江，有长江公路大桥与泰州江市相连；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。

2014 年，江阴市国民经济保持平稳增长。全市实现地区生产总值 2754.0 亿元，按可比价格计算，比上年同期增长 7.8%。实现第一产业增加值 54.4 亿元，增长 3.4%；第二产业增加值 1520.9 亿元，增长 6.4%；第三产业增加值 1178.7 亿元，增长 9.9%。三次产业比例调整为 2.0:55.2:42.8，三产增加值占 GDP 比重比上年提高 0.8 个百分点。

2014 年，江阴市固定资产投资完成 1046.0 亿元，增长 10.2%。分产业投向看：第一产业投资 10.7 亿元，下降 17.2%，第二产业投资 478.6 亿元，增长 3.5%，第三产业投资 556.7 亿元，增长 17.6%。分注册类型看：国有经济投资 124.7 亿元，增长 44.0%，三资经济投资 114.4 亿元，增长 47.8%，其他经济投资 806.9 亿元，增长 2.8%。全年固定资产投资建成投产项目 690 个，项目建成投产率为 66.7%；新增固定资产 653.7 亿元，固定资产交付使用率为 62.5%。

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. 毛纺服装行业概况

毛纺行业是纺织行业重要子行业，按加工工艺主要分为精纺呢绒、粗纺呢绒、绒线、毛针织品等行业门类。精纺呢绒在纺织工业中生产加工工艺技术最为复杂，被称为“技术纺织”，其产品主要用于高档服装，附加值较高，被誉为纺织产品家族的“黄金贵族”。精纺呢绒产品作为高档服装面料，历来在发达国家充当着高档消费品的角色，其生产设计也曾一度由意大利、英国、德国、日本、韩国、台湾等国家和地区所控制。随着全球化进程的不断推进，过去处于国际先进水平的意大利、英国、日本、韩国等国家的毛纺行业企业数量逐步减少，并将自己的加工基地向中国等发展中国家转移；发达国家利用研发、设计、品牌、营销网络上的优势控制着供应链中的零售环节，以获取更大的利润。

2014年，中国纺织工业坚持深入推进产业结构调整，积极适应国内宏观经济发展新常态，基本保持了平稳发展态势，运行质态稳中趋好，但增速比2013年普遍回落。全年纺织行业工业增加值同比增长6.7%，较2013年回落2个百分点。规模以上纺织企业工业增加值同比增长7.0%，增速也较上年同期下降1.3个百分点，实现利润总额3663亿元，同比增长6.1%，增速下降9.7个百分点。

国家统计局数据显示，2014年，全年社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长11.95%，增速比上年回落1.15%。

据海关总署公布的数据，2012年，纺织品服装累计出口2549.2亿美元，同比增长2.8%，其中服装出口增幅超过纺织品，服装出口1591.4亿美元，增长3.9%，纺织品出口957.8亿美元，仅增长1.2%。进入2013年后，纺织品服装出口贸易回暖，数据显示，2013年中

国纺织品服装累计出口2840.7亿美元，同比增长11.4%。其中，纺织品出口1069.8亿美元，同比增长11.7%；服装及其附件出口1770.9亿美元，同比增长11.3%。与2011-2012年相比，纺织品和服装出口呈现逐步恢复势头，整体表现良好。2014年，全国纺织品服装累计出口2984.64亿美元，增长5.08%，其中纺织品出口1121.41亿美元，同比增长4.86%，服装出口1862.85亿美元，同比增长5.22%。

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。

2013年8月5日，公司将所持有的阳光股份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，公司持有阳光股份8.45%的股权。三人和公司签订一致行动人协议。本次对阳光股份的股权转让，不影响公司对阳光股份的控股地位。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。

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“2013~2014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4位。

据中国毛纺织行业协会统计数据显示，公司2014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2014年底，公司已具备精纺纱锭18万锭/年，精毛纺呢绒面料3800万米/年、服装350万套/年的生产能力，与国内外同行业公司同期产

能相比，公司规模优势突出。

等方面无重大变化。

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、执行董事陆克平先生，现年 71 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 2015 年 9 月底，公司职工总数 11910 人，从学历构成看，大专及以下占 79.59%，大专以上占 20.41%；从年龄结构看，30 岁以下占 35.49%，30 岁至 50 岁占 52.53%，50 岁以上占 11.98%。

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

七、经营分析

1. 经营现状

2014 年，公司实现主营业务收入 110.01 亿元，同比下降 9.72%，主要是 2013 年公司收入包含房地产业务收入。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，2014 年毛纺和服装板块分别实现收入 44.11 亿元和 13.35 亿元，收入占比分别为 40.09% 和 12.13%，毛纺和服装收入较上年变化不大。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，2014 年热电板块实现收入 5.39 亿元。

2014 年，公司整体毛利率 16.80%，同比有所下降，主要是公司剥离了毛利率较高的房地产业务所致。其中毛纺和服装板块毛利率分别为 18.18% 和 19.36%，较上年略有提高。

2015 年 1~9 月，公司实现收入 63.69 亿元，同比下降 30.48%，主要是公司于 2015 年 4 月退出海润光伏，前三季度报表仅合并海润光伏 1-3 月损益表和现金流量表，未合并资产负债表；公司毛利率为 17.01%。其中毛纺和服装板块收入分别为 31.41 亿元和 10.31 亿元。

表 1 公司主营业务收入构成（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
毛纺	433567.97	35.58	17.61	441129.12	40.09	18.18	314141.64	49.33	19.17
服装	133473.31	10.95	17.21	133452.23	12.13	19.36	103105.56	16.19	18.81
太阳能光伏	440037.48	36.11	15.01	462854.39	42.07	13.93	161072.47	25.29	13.30
房地产	127850.72	10.49	38.33	--	--	--	12018.83	1.89	38.99
热电	67219.23	5.52	16.74	53872.23	4.90	17.87	42969.92	6.75	17.10
生态农林	12198.39	1.00	31.83	5238.67	0.48	41.60	160.41	0.03	32.59
其他	4292.22	0.35	57.77	3583.52	0.33	69.20	3385.22	0.53	41.60
合计	1218639.32	100.00	19.04	1100130.16	100.00	16.80	636854.05	100.00	16.03

资料来源：公司提供

注：2015 年 4 月退出光伏业务，故经营部分未分析光伏业务。

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。

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 2 近年公司羊毛采购情况

羊毛采购	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
羊毛采购总量（吨）	24716	25012	18757
羊毛采购总额（亿元）	26.65	24.47	17.60
其中：澳毛采购量（吨）	24527	24811	18589
澳毛采购均价（万元/吨）	10.8	9.8	9.4
国毛采购量（吨）	189	201	168
国毛采购均价（万元/吨）	8.9	7.8	7.8

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。2014 年，公司羊毛采购总量较上年变化不大，羊毛采购价格有所下降。

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。

2014 年，公司精纺呢绒面料产量 3710 万米，同比增长 3.26%；服装产量 218 万套，同比略有增长。2015 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 2014 年全年的 72.70% 和 76.61%。

表 3 近年公司产品生产情况（万米，万套）

产品	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
精纺呢绒面料	3593	3710	2697
服装	216	218	167

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 2015 年 9 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 45 家直接代理商、93 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，2014 年精纺呢绒面料和服装销量较上年变化不大。国内市场销售前五大客户合计销售 9.26 亿元，占毛纺服装销售的 16.12%。

表 4 公司近年产品国内销量情况（万米，万套）

产品	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
精纺呢绒面料	2221	2273	1711
服装	215	217	166

资料来源：公司提供

 表 5 2014 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
江苏阳光服饰有限公司	59825.66	10.41
中国银行股份有限公司	12290.49	2.14
中国光大银行股份有限公司	8149.09	1.42
总后勤部军需物资油料部	6325.16	1.10
中国农业股份有限公司	6021.53	1.05
合 计	92611.93	16.12

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 85% 以上；在出口份额上，2014 年欧洲约占 17.01%、日本约占 38.02%、美国约占 33.02%。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。近年，公司精纺呢绒面料出口较稳定，2014 年出口量为 1378 万米。

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 6 近年公司产品出口情况（万米）

产品	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
精纺呢绒面料	1374	1378	983

资料来源：公司提供

3. 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。2014 年电力和供汽销售额分别为 2.30 亿元和 3.68 亿元。

表 7 公司热电业务近年销售及采购情况

项目	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
电力销售额（万元）	12528.27	22994.49	16928.39
供电数量（万度）	27905.97	42626.10	30220.12
销售均价（元/度）	0.45	0.54	0.56
供汽销售额（万元）	63418.60	36835.65	26041.53
供汽数量（万吨）	372.99	229.08	158.67
供汽销售均价（元/吨）	170.03	160.79	164.12
煤炭采购金额（万元）	52081.56	46766.16	33209.16
煤炭采购量（万吨）	89.70	88.15	62.82
均价（元/吨）	580.62	530.53	528.64

资料来源：公司提供

注：2013 和 2014 年未抵销公司内部销售。

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。

4. 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。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，目前已投资近 1 亿元，计划 3 年内完成。

5. 房地产

公司于 2013 年 7 月将房地产业务转让给

母公司，2015 年三季度，母公司将部分房地产公司转让给公司，其中无锡恒远地产有限公司股权收购款 1.78 亿元、江阴景裕房地产有限公司股权收购款 0.29 亿元和句容亿丰房地产有限公司股权收购款 0.20 亿元。无锡恒远地产有限公司主要开发无锡蠡湖一号一期、二期和三期，一期项目投资已全部完成，截至 2015 年 9 月已销售 98.63%，仅余 14 套高层住宅未售，已完工可售面积 0.23 万平方米；二期项目投资已全部完成，总投资 19.47 亿元，已完工可售面积 12.98 万平方米；三期项目土地款已付清并已取得土地证，土地款 10.45 亿元，土地储备 393 亩，公司计划直接出售未开发土地。江阴景裕房地产有限公司和句容亿丰房地产有限公司分别持有土地 802 亩和 599 亩，土地款分别为 23.02 亿元和 6.46 亿元。

三家公司土地抵押率 75%，用于补充公司流动资金，土地抵押率高。以上完工地产项目和土地计入存货科目，对资金形成一定占用；以上公司土地储备未来将直接出售，已完成地产项目正在销售中。未来随着房地产项目和土地的出售，公司收入和利润将得到提升。

6. 在建项目及未来发展

公司未来的发展以纺织为主业，热电为辅。公司继续坚持“立足高起点、利用高科技、发展高精尖、创出高效益”的企业宗旨，发扬“通力合作、敢于拼搏、打破常规、永不满足”的企业精神，稳健经营，高度关注经营风险，加强内部管理，深化产品结构调整，进一步创新体制机制、拓展市场营销模式，提高各项产品的生产和制造能力，提高各项业务经营能力和管理能力，提高运营效率和整体效益，实现企业的可持续发展。

公司在建项目主要为生态农林、热电厂脱硫改造工程和电厂扩建工程等，投资规模较小，对外融资需求不大。

八、重大事项

为优化产业结构，集中精力与资源壮大毛纺服装主业，2015 年以来，公司多次减持持有的海润光伏科技股份有限公司（以下简称“海润光伏”）股份，截至 2015 年 4 月底，已将持有的 2.62 亿股全部减持，公司于 2015 年 4 月将海润光伏剔除合并范围。

截至 2014 年底，海润光伏（合并）资产总额 155.66 亿元，所有者权益 48.40 亿元；2014 年海润光伏实现主营业务收入 49.58 亿元，利润总额-9.78 亿元。

截至 2015 年 3 月底，海润光伏（合并）资产总额 149.72 亿元，所有者权益 47.98 亿元；2015 年 1~3 月海润光伏实现主营业务收入 16.54 亿元，利润总额 0.28 亿元。

总体看，公司退出海润光伏后，公司资产和收入规模大幅下降，但公司债务水平明显下降，未来资本支出压力减少；归属于母公司的所有者权益有所增长，投资收益大幅增加，当期利润水平显著提升。至此，公司不再有光伏业务，毛纺服装主业地位进一步巩固和强化。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013 和 2014 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 2015 年三季度财务报表未经审计。（公司财务报表采用旧会计准则）

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 356.81 亿元，所有者权益 138.26 亿元（含少数股东权益 54.44 亿元）；2014 年公司实现主营业务收入 110.01 亿元，利润总额-5.86 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司（合并）资产总额 222.28 亿元，所有者权益 109.95 亿元（含少数股东权益 19.26 亿元）；2015 年 1~9 月公司实现主营业务收入 63.69 亿元，利润总额

14.42 亿元。

2. 盈利能力

2014 年，公司主营业务收入为 110.01 亿元，同比下降 9.72%，主要由于公司 2013 年退出房地产业务，但仍合并房地产业务 2013 年 1~6 月的收入；毛纺与服装业务收入较稳定。

2014 年，公司管理费用为 12.28 亿元，同比增长 44.39%，主要是研发费用和人员工资增长以及应收账款坏账准备增加所致；公司财务费用为 10.22 亿元，同比增长 36.50%，主要是利息支出大幅增长所致；公司期间费用 24.16 亿元，同比增长 38.49%，规模大且快速增长，对利润影响大。

2014 年，公司利润总额为-5.86 亿元，同比大幅下降，出现亏损，主要是光伏业务亏损、期间费用大幅增长和投资收益大幅回落所致。

2014 年，公司主营业务利润率、总资产收益率和净资产收益率较上年均有所下降，分别为 16.05%、2.95%和 0.40%。

2015 年 1~9 月，公司主营业务收入为 63.69 亿元，同比下降 30.48%，主要是公司于 2015 年 4 月退出光伏业务，转让海润光伏全部股份，2015 年前三季度收入只合并海润光伏 2015 年 1~3 月收入；利润总额 14.42 亿元，同比大幅增加，主要是投资收益（其中出售海润光伏股票收益 9.12 亿元，华泽钴镍股票 2.18 亿元）大幅增加所致；主营业务利润率 17.39%。

跟踪期内，公司退出光伏业务，收入有所下降；毛纺和服装业务收入和盈利能力较稳定，公司整体盈利能力受期间费用和投资收益影响大。

3. 现金流及保障

从经营活动来看，2014 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下降，分别为 120.87 亿元和 132.55 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。2014 年，受销售商品、提供

劳务收到的现金下降影响，公司经营活动现金流量净额较上年大幅下降，为 4.27 亿元。从收入实现质量看，2014 年，公司现金收入比为 109.87%，收入实现质量有所下降。

从投资活动来看，2014 年，公司收回投资收到的现金 7.89 亿元，主要是收到的股权转让款；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。2014 年公司投资活动产生的现金流量净额为-13.06 亿元。

从筹资活动来看，2014 年，公司筹资活动现金流主要是借款收到的现金以及偿还债务所支付的现金，同时公司吸收投资收到的现金大幅增加主要是海润光伏增资所致，收到其他与筹资活动有关的现金大幅增加主要是海润光伏融资租赁大幅增加所致；公司筹资活动产生的现金流量净额为 5.62 亿元。

2015 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流入为 81.44 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 72.38 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为 2.25 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 7.16 亿元，其中收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金分别为 12.11 亿元和 7.03 亿元，主要是公司出售海润光伏和华泽钴镍股权所致；投资支付的现金 10.94 亿元，主要是对江苏金瑞织染有限公司委托贷款 6 亿元、三家房地产公司股权投资款 2.27 亿元和山东黄河三角洲产业投资基金合伙企业股权投资款 1.97 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-7.33 亿元。

跟踪期内，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；受转让海润光伏影响，投资活动现金流入大幅增加，同时购建固定资产等投资支出大幅下降，对外融资压力将得到缓解。

4. 资产及债务结构

资产质量

2014 年，公司资产总额为 356.81 亿元，较上年变化不大，其中流动资产占 63.17%，公司资产以流动资产为主。

2014 年，公司流动资产 225.39 亿元，较上年变化不大，其中以存货（占 22.13%）、货币资金（占 17.04%）、应收账款（占 18.71%）和其他应收款（占 30.51%）为主。

2014 年，公司货币资金为 38.41 亿元，其中银行存款占 69.83%，其他货币资金占 30.04%（主要为海润光伏保证金），公司现金类资产较为充足。

2014 年，公司应收账款规模为 42.16 亿元，同比略有增长，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 74.18%，1~2 年的占 14.96%，2 年以上的占 10.86%。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 13.68 亿元，占应收账款账面余额的 29.56%。公司共计提坏账准备 4.11 亿元，占应收账款余额的 8.88%。

2014 年，公司其他应收款 68.76 亿元，同比下降 6.75%。其中账龄在 1 年以内的占 93.51%，1 年以上的占 6.49%，累计计提坏账准备 5.67 亿元，计提比例 7.61%；公司其他应收款前五名欠款合计 45.42 亿元，占余额的 61.03%，集中度较高，其中应收江苏阳光置业发展有限公司土地款 28.13 亿元，公司控股股东已承诺回收房款后，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。公司其他应收款数额大，关联方占款严重，部分账龄较长，影响资金使用效率。

2014 年，公司存货 49.88 亿元，同比增长 10.26%，主要是原材料（占 24.20%）、库存商品（占 24.05%）和在产品（占 49.15%）。

2014 年，公司固定资产 92.63 亿元，同比增长 8.30%，计提减值准备 1.78 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。

2014 年，公司在建工程 18.75 亿元，同比下降 27.23%，主要是公司多个在建的光伏电站投产所致。

截至 2015 年 9 月底，公司（合并）资产总额 222.28 亿元，同比下降 37.70%，主要是公司转让全部海润光伏股份，将其剔除合并范围所致。其中流动资产占 84.34%，流动资产占比大幅提升，资产结构较上年底变化较大。其中存货大幅增加主要是母公司向公司转让部分房地产项目（59.64 亿元）所致；应收账款、其他应收款、固定资产和在建工程大幅下降主要是退出海润光伏所致。

表 8 2015 年 9 月底公司前五名其他应收款客户情况

单 位 名 称	余额（万元）	备注
江苏阳光置业发展有限公司	201694.99	土地款
江苏阳光控股集团有限公司	162548.88	资金往来
江阴迪昌贸易有限公司	46231.28	资金、贸易往来
江阴全瑞贸易有限公司	19126.20	资金、贸易往来
江阴高特贸易有限公司	12601.75	资金、贸易往来
小 计	442203.10	

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司转让海润光伏全部股份，资产规模大幅下降，其他应收款规模大且关联方占款严重，存货上升较快，整体资产质量一般。

所有者权益

2014 年，公司归属于母公司股东权益 83.82 亿元，同比下降 8.85%，主要是公司分红导致未分配利润减少所致，其中实收资本占 23.31%，资本公积占 22.97%，盈余公积占 13.07%，未分配利润占 40.86%。2014 年，公司少数股东权益 54.44 亿元，同比增长 29.31%，主要是海润光伏增资所致。截至 2015 年 9 月底，公司归属于母公司所有者权益合计 90.69 亿元，较 2014 年底增长 8.20%；少数股东权益 19.26 亿元，2014 年底下降 64.62%，主要是公

司转让海润光伏股份所致。

跟踪期内，受转让海润光伏全部股份影响，公司少数股东权益大幅下降，同时归属于母公司的股东权益有所增长，所有者权益稳定性尚可。

负债

2014 年，公司负债总额 218.55 亿元，较上年略有下降，其中流动负债占 74.76%，长期负债占 25.24%。

2014 年，公司流动负债 163.37 亿元，同比下降 3.36%，主要为短期借款（占 48.84%）、应付票据（占 20.20%）和应付账款（占 20.25%）。2014 年，公司应付账款 33.08 亿元，同比增长 24.42%，主要是海润光伏应付账款增加所致；公司长期应付款 10.30 亿元，同比增长 393.71%，全部为融资租赁款。

截至 2014 年底，公司债务规模较上年变化不大，但长期债务占比有所上升；短期债务、长期债务和全部债务分别为 119.80 亿元、52.42 亿元和 172.22 亿元；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 61.25%、47.19% 和 21.39%。

截至 2015 年 9 月底，公司负债总额为 112.33 亿元，同比下降 48.60%。受益于公司退出海润光伏，短期借款、应付票据、长期借款和长期应付款分别下降 16.46%、51.67%、99.91% 和 91.82%；公司短期债务、长期债务和全部债务分别下降 30.38%、55.63% 和 38.07%，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 50.54%、49.24% 和 17.46%，资产负债率较上年底有明显下降。

跟踪期内，公司退出海润光伏，负债大幅减少，债务规模明显下降，整体债务负担尚可，但短期债务占比仍较高。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014 年公司速动比率和速动比率分别为 137.96% 和 107.43%，公司经营现金流动负债比为 2.62%；

截至 2015 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 203.41% 和 116.28%。但由于公司短期债务规模大，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2014 年，公司 EBITDA 为 13.82 亿元，EBITDA 利息倍数下降至 1.35 倍；全部债务/EBITDA 上升至 12.46 倍。总体看，公司长期偿债能力有所弱化。

截至 2015 年 9 月底，公司获得授信总金额为 112.88 亿元，尚未使用额度为 24.54 亿元，公司间接融资渠道较畅通。公司拥有 1 家上市公司，直接融资渠道通畅。

截至 2015 年 9 月底，公司合并报表对外担保合计 7.68 亿元，担保比率 8.47%，存在一定或有负债风险。

表 9 截至 2015 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
江苏嘉康国际贸易有限公司	2200	2014.10.10-2015.10.11
江苏达西石油有限公司	5000	2015.4.16-2016.4.15
江阴鑫安能源有限公司	4000	2015.6.12-2016.6.12
江苏华纳石油有限公司	3000	2015.3.22-2015.10.19
江苏阳光服饰有限公司	5000	2015.1.14-2015.11.13
江阴华隆塑胶有限公司	3000	2015.5.6-2016.5.6
江阴华隆塑胶有限公司	1100	2015.6.9-2016.6.9
江阴天立宏能源贸易有限公司	1000	2015.3.-2015.11
江苏春辉生态农林有限公司	10000	2014.11.13-2020.11.12
江苏春辉生态农林有限公司	40000	2014.11.18-2020.11.17
江阴市林锴物资贸易有限公司	2500	2015.7.15-2016.7.15
合计	76800	

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》，截至 2015 年 10 月 20 日，公司无未结清的不良信贷记录。

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，公司整体抗风险能力较强。

十、债券偿债能力

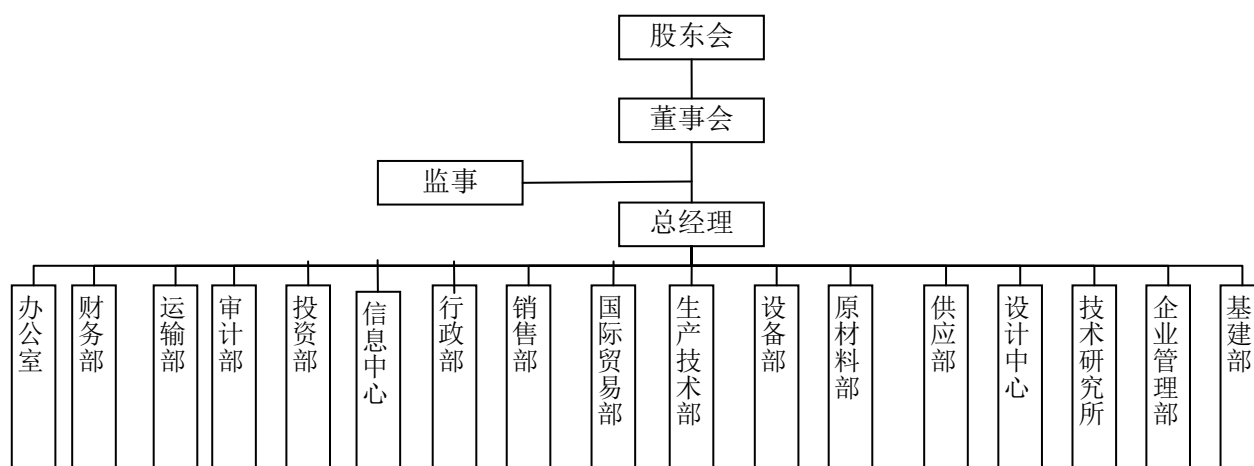
截至目前，公司存续期债券包括“12 阳光 MTN2”和“13 阳光 MTN001”，合计 12.5 亿元。

2012~2014 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 12.62 倍、12.73 倍和 10.60 倍；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 0.58 倍、1.33 倍和 0.34 倍；公司 EBITDA 分别为存续期内债券发行额度的 1.06 倍、2.14 倍和 1.11 倍。公司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较强。

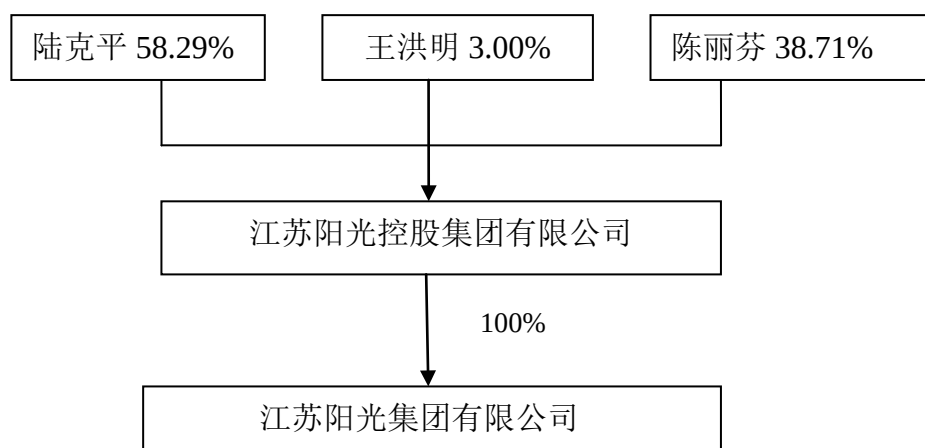
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望“稳定”，并维持“12 阳光 MTN2”和“13 阳光 MTN001” AA 的信用等级。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	38.06	36.26	33.78	20.32
资产总额(亿元)	351.55	353.38	356.81	222.28
所有者权益(亿元)	139.53	134.06	138.26	109.95
短期债务(亿元)	124.20	125.45	119.80	83.40
长期债务(亿元)	52.47	47.16	52.42	23.26
全部债务(亿元)	176.67	172.61	172.22	106.66
主营业务收入(亿元)	141.89	121.86	110.01	63.69
利润总额(亿元)	-2.39	10.10	-5.86	14.42
EBITDA(亿元)	13.21	26.77	13.82	--
经营性净现金流(亿元)	7.21	16.60	4.27	2.25
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.26	2.69	2.29	--
存货周转次数(次)	1.61	1.66	1.93	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.35	0.31	--
现金收入比(%)	105.67	126.61	109.87	113.66
主营业务利润率(%)	14.80	17.56	16.05	17.39
总资本收益率(%)	3.31	4.63	2.95	--
净资产收益率(%)	3.65	6.49	0.40	--
长期债务资本化比率(%)	22.61	21.31	21.39	17.46
全部债务资本化比率(%)	49.59	49.78	47.19	49.24
资产负债率(%)	60.31	62.06	61.25	50.54
流动比率(%)	134.79	131.58	137.96	203.41
速动比率(%)	88.10	104.82	107.43	116.28
经营现金流动负债比(%)	4.58	9.82	2.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.79	2.81	1.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.37	6.45	12.46	--

注：公司 2015 年三季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除货币资金中的受限资金；长期应付款中融资租赁款已计入长期债务。

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%
主营业务利润率	(主营业务收入-主营业务成本-营业税金及附加) / 主营业务收入×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。