

跟踪评级公告

联合[2013] 643 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持恒力集团有限公司AA⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12恒力集CP001” A-1和“12恒力集CP002” A-1的信用等级。

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>

恒力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 恒力集 CP001	10 亿元	2012/06/26~ 2013/06/26	A-1	A-1
12 恒力集 CP002	9 亿元	2012/12/24~ 2013/12/24	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2013 年 6 月 24 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
现金类资产(亿元)	44.93	40.06	35.79	43.40
资产总额(亿元)	186.35	224.50	248.03	238.60
所有者权益(亿元)	45.70	77.70	80.68	81.99
短期债务(亿元)	110.61	94.43	133.52	114.23
全部债务(亿元)	117.32	111.33	141.54	142.75
营业收入(亿元)	102.61	197.96	212.86	42.25
利润总额(亿元)	13.27	13.49	3.72	1.22
EBITDA(亿元)	21.27	25.50	11.90	--
经营性净现金流(亿元)	11.68	3.99	12.67	4.06
营业利润率(%)	18.29	11.57	5.97	9.11
净资产收益率(%)	24.56	13.93	3.31	--
资产负债率(%)	75.48	65.39	67.72	65.64
全部债务资本化比率(%)	71.97	58.89	63.69	63.52
流动比率(%)	89.75	111.38	98.47	115.84
全部债务/EBITDA(倍)	5.52	4.37	7.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.98	4.88	2.78	--
经营现金流动负债比(%)	8.72	3.15	8.00	--

注: 公司 2013 年一季度财务数据未经审计

分析师

史 延

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

恒力集团有限公司(以下简称“公司”)是中国第二大涤纶长丝生产企业,在装备水平、生产工艺、产品品质及竞争力等方面的显著优势。跟踪期内,公司主营业务产销状况良好,资产规模、销售规模稳步扩大。联合资信也关注到化纤行业竞争激烈且景气度持续低迷,公司主导产品市场需求萎靡、盈利能力下滑、债务负担较重、或有负债风险较高等因素可能给公司经营及信用水平带来的负面影响。

随着聚酯瓶片项目的投产,公司将向产业链横向延伸和拓展,在聚酯拉丝及下游需求不畅的情况下,有利于分散风险;未来 40 万吨产能规模的差别化纤维的投产将进一步巩固公司在民用丝行业的竞争优势。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司是中国第二大涤纶长丝生产企业,具有一定的规模优势,近年来营业收入稳步增长。
2. 公司装备水平和生产工艺处于国际先进水平,产品品质良好、品牌知名度较高,市场竞争力强。

关注

1. 化纤行业景气度低迷,公司主导产品涤纶长丝下游需求所受影响较为严重,2012 年公司利润总额大幅减少。
2. 公司债务负担较重,偿债压力较大。
3. 公司对外担保比率高,且担保对象均为同行业的上下游企业,存在一定的或有负债风险。

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）与恒力集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与恒力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，未因恒力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恒力集团有限公司提供，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恒力集团有限公司主体长期信用及存续期内的“12 恒力集 CP001”和“12 恒力集 CP002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

恒力集团有限公司(以下简称“公司”)前身为由自然人沈小春、吴丽华于 2002 年共同投资设立的吴江春晨织造有限公司,成立时注册资本 50 万元;后经多次股权转让及增资扩股,于 2004 年 11 月正式更名组建恒力集团有限公司。经过多次增资扩股与股权转让,截至 2013 年 3 月底,公司注册资本金 20.02 亿元,股东苏州圣伦投资有限公司(以下简称“圣伦投资”)与苏州华尔投资有限公司(以下简称“华尔投资”)分别持有公司 47.50%的股份,而圣伦投资与华尔投资均由陈建华控制,其持股比例分别为 99.33%和 96.05%,陈建华是公司的实际控制人。公司股权结构图见附件 1-1。

公司经营范围为:针纺织品、纸包装材料(不含印刷)生产、销售;化纤原料、塑料、机电设备、仪器仪表、灰渣销售;实业投资;纺织原料新产品的研究开发;自营和代理各类商品及技术的进出口业务;火力发电;蒸汽生产及供应。其中涤纶长丝生产与销售是公司的核心主业,截至 2013 年 3 月底,公司已拥有 90 万吨民用长丝、20 万吨工业长丝的生产能力,列中国涤纶长丝产量第二名。

截至 2013 年 3 月底,公司下设企管办、研发中心、拓展部、财务部、人事部、资产管理部和综合部 7 个职能部门(公司组织架构图见附件 1-2),公司共拥有 11 家控股子公司。

截至 2012 年底,公司合并资产总额 249.94 亿元,所有者权益 80.68 亿元;2012 年公司实现营业收入 212.86 亿元,利润总额 3.72 亿元。

截至 2013 年 3 月底,公司合并资产总额

238.60 亿元,所有者权益 81.99 亿元;2013 年 1~3 月,公司实现营业收入 42.25 亿元,利润总额 1.22 亿元。

公司注册地址:江苏省吴江市南麻经济开发区;法定代表人:陈建华。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年以来,国内宏观经济整体运行平稳,经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算,2012 年,中国实现国内生产总值 519322 亿元,同比增长 7.8%,GDP 前三季度同比增速持续回落,一季度同比增长 8.1%,二季度增长 7.6%,三季度增长 7.4%,但四季度以来,经济增长温和回升态势开始显现,四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年,中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%,增速同比回落 3.9 个百分点。分季度看,一季度同比增长 11.6%,二季度增长 9.5%,三季度增长 9.1%,四季度增长 10.0%。2012 年,规模以上工业企业(年主营业务收入在 2000 万元以上的企业,下同)实现主营业务收入 915915 亿元,同比增长 11%;规模以上工业企业实现利润 55578 亿元,同比增长 5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求基本保持平稳,对外贸易增速下滑明显。具体而言:①消费继续平稳增长。2012 年社会消费品零售总额为 210307 亿元,同比名义增长 14.3%,同比增速小幅回落 2.8 个百分点。②投资增速放缓,结构持续优化。2012 年固定资产投资(不含农户)364835 亿元,同比增长 20.6%,较 2011 年同期同比减少 3.9 个百分点。分地区来看,中西部投资增速快于东部;分产业来看,第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显,贸易顺差显著扩大。2012 年,全年进出口总额为 38667.60 亿美元,同比增长 6.2%,增速同比大幅下降 16.3 个百分

点,其中出口金额同比增长 7.9%,增速同比下降 12.4 个百分点,进口金额同比增长 4.3%,增速同比下降 20.6 个百分点,全年贸易顺差达 2311.09 亿美元,较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%,整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱,CPI 呈下降态势,10 月份为 1.7%,达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响,带动食品价格大幅上涨,12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看,食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面,2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响,2012 年前三季度 PPI 不断下降,9 月达年内低点-3.6%,10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响,PPI 降幅持续收窄,12 月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面,继续实施积极的财政政策,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,加快推进结构性减税,扩大“营改增”试点范围,同时进一步推动基础设施建设等多种措施,确保“稳增长”目标实现。公共支出方面,2012 年全国教育支出 21165 亿元,同比增长 28.3%;医疗卫生支出 7199 亿元,同比增长 12.0%;社会保障和就业支出 12542 亿元,同比增长 12.9%;住房保障支出 4446 亿元,同比增长 16.4%。2012 年,全国财政累计收入为 117210 亿元,累计支出为 125712 亿元,分别同比增长 12.8%和 15.1%。结构性减税方面,2012 年 8 月 1 日起至年底,中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围,由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步

统计,截至 2012 年底,已纳入试点的企业户数约 71 万户,即将纳入试点的户数约 20 万户,“营改增”减负效果明显。此外,为进一步加强和改善关税调控作用,财政部发布通知,自 2013 年 1 月 1 日起,中国将对进出口关税进行部分调整,中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面,国务院总理温家宝 5 月 23 日主持召开国务院常务会议,要求推进“十二五”规划重大项目按期实施,启动一批事关全局、带动性强的重大项目,已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 12 月末,教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势,均保持两位数以上的增速。

货币政策方面,央行继续实施稳健的货币政策,通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调,为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境,取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下,央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性,全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点,公开市场操作净投放 1.44 万亿元,成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点,引导市场利率适当下行,促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看,2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元,同比多增 7320 亿元,货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面,截至 2012 年末,人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.25%,同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道,目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面,继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业

生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30 多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012 年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，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业及区域经济概况

1. 行业概况

聚酯(主要指 PET)具有可回收性和易改性两大优点(生产 1 吨 PET 需要 0.85-0.86 吨的 PTA 和 0.33-0.34 吨的 MEG)，主要可以用来生产聚酯纤维、聚酯薄膜、聚酯切片等。根据国家统计局和海关的统计数据，中国 2012 年全年聚酯产量为 1140.05 万吨，较 2011 年下降 3.55%。

(1) 聚酯切片

聚酯切片具有较高的粘度、较低的乙醛含量、较好的结晶性、耐热性和尺寸稳定性等特征。由于聚酯瓶对原材料聚酯切片的品质要求较高，该用途的聚酯切片称为聚酯瓶片或瓶级切片。

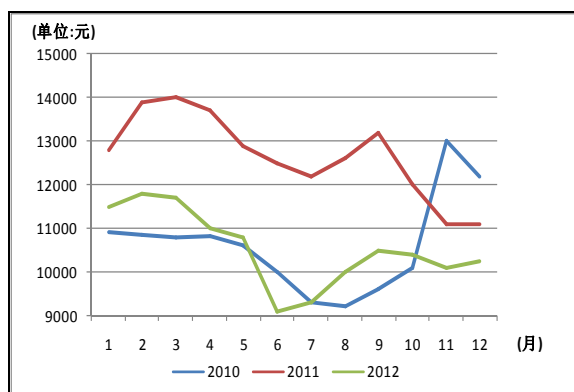
随着社会经济发展和生活水平提高，以及人们追求包装透明度、洁净度的消费趋势，聚酯因符合上述要求，逐渐成为制造食品类包装的首选，目前除了被广泛应用于制造饮料、食品的包装（约占整个聚酯瓶片用量的 50%以上），还延伸到医药、农药、化妆品包装等领域，例如可乐、矿泉水等软饮料包装瓶，以及食用油、酱、醋等包装瓶和包装片材等。鉴于聚酯瓶片能够较好地替代 PVC、铝材和玻璃等传统的包装材料，更是在诸多包装材料领域得到了广泛的应用，发展潜力很大，已成为聚酯链产品中增长速度最快的大类。最近几年，全球聚酯瓶片产能及市场需求增长率稳定保持在 15%以上，随着产品开发和技术改进，其在整个聚酯链产品中所占的比重还将继续上升。

目前世界上聚酯瓶片产能百万吨以上的大公司主要有美国威尔曼和 Vordian、台湾远东纺织、德国 equipolymers 和波兰 elana 等。国内瓶级聚酯切片行业起步虽晚，但发展迅速。目前产能较大的企业有江苏三房巷、上海恒逸、仪征化纤、上海远纺和厦门腾龙等，产能较分散、产品品质较低的问题仍在一定程度上存在。大部分厂家的瓶级切片同质化比较明显，质量有待提高，目前通过美国可口可乐公司认证的只有江苏三房巷、仪征化纤等少数几家厂商的产品。

近年来，由于下游包装瓶、包装片材市场需求量巨大且持续高速增长，受经济波动影响较小，导致大批瓶片新产能进入并迅速扩张。2011 年中国瓶片产能即占到全球瓶片产能的四分之一。2012 年，中国聚酯产能进一步扩张，但由于下游消耗能力相对滞后，快速扩产之后的产能过剩成为聚酯产业面临的首要问题，同时也给聚酯瓶片的发展带来一定的挑战。聚酯瓶片产能在 2012 年集中释放，据统计，3 月份浙江万凯、江苏恒力集团相继有 40 万吨、20 万吨装置生产瓶片；4 月中下旬华润位于常州的年产 30 万吨装置投料运行；6 月华润位于珠海的年产 30 万吨装置及泰宝新投建 30 万吨装

置均投入运行。据不完全统计，至 2012 年底，中国聚酯瓶片总产能接近 500 万吨，相对年需求量有限的增幅，集中快速释放的产能令国内聚酯瓶片供大于求的局面有所加剧，而略有提升的出口量难以缓解产能大量投放所带来的压力。2012 年华东 PTA 现货均价 8290 元/吨；MEG 现货均价为 7760 元/吨。以单体现货价格计，聚酯瓶片年平均生产成本在 10600 元~11000 元/吨。据卓创资讯数据显示，2012 年华东瓶片年度均价仅为 10500 元/吨，瓶片年平均盈利为负。及至下半年，多数产品品质普通的瓶片厂家面临亏损问题。

图 1 2010~2012 年聚酯瓶片价格走势对比图



资料来源：根据公开资料整理

2013 年一季度以来，聚酯瓶片市场形势逐步好转，一季度末行业初步扭亏为盈。虽然聚酯产业链产品大部分处于价格下行趋势，不过随着聚酯瓶片消费需求逐渐回暖，厂商订单出现一定放量，整体行情较上游单体下跌略有放缓，行业盈利状况开始好转。

整体看，聚酯瓶片短期内面临消化集中产能的问题，盈利空间显著收窄，但是基于庞大的市场需求以及必然推进的消费升级，聚酯瓶片的长远发展空间尚可。

(2) 聚酯纤维

聚酯纤维（涤纶纤维）作为纺织原料得到了广泛应用，其终端产品分为短纤（约占 38%）和长丝（约占 62%），在纺织领域和棉纱存在竞争。

2012 年以来，受原油价格波动和 PTA 产能快速扩张的影响，PX 原料供应紧张，行业供给瓶颈上移。同时，由于宏观经济形势趋弱，下游需求增长乏力，聚酯行业出现大幅波动，呈现出年初上行，一季度盘整，二季度深跌，三季度回弹，四季度企稳反弹的态势。在低迷的行情下，聚酯长丝受影响较深，相关企业出现不同程度的利润下降乃至季度性亏损，继而采取限产、检修、推迟投产等方式应对，聚酯短纤由于产品用途的不同，受影响程度相对较小，但也面临较大的经营压力。2012 年，聚酯纤维产量为 3022.41 万吨，同比增长 8.81%。行业实现销售收入 3776.07 亿元，同比下降 7.62%，但利润总额仅 111.38 亿元，同比下降了 50.89%。整体看，2012 年以来聚酯行业虽然产量小幅增长，但销售收入不容乐观，减少幅度较大，同时盈利水平有较大幅度下降。2012 年全年国内聚酯短纤实现产量 901.82 万吨，同比增长 3.50%，保持稳定增长。

表 1 近年国内聚酯纤维产量情况

项目	短纤		长丝	
	产量 (万吨)	同比增减 (%)	产量 (万吨)	同比增减 (%)
2010	843.22	11.52	1670.11	19.46
2011	871.33	8.85	1921.39	18.22
2012	901.82	3.50	2155.21	12.17

资料来源：中国化学纤维工业协会及公开资料

在区域分布上，国内的聚酯产能集中于浙江、江苏及上海地区。由于技术工艺的沉淀及产业集群的形成，浙江地区以涤纶长丝为主，而江苏地区则以涤纶短纤为主。经过多年市场竞争，目前国内已出现一批具备相当规模的聚酯链企业集团，但与日、韩等发达地区相比，国内企业结构不合理、产能不平衡的问题仍然存在，产品多以常规品种为主，市场竞争能力一般，毛利率水平低，功能化、差别化产品生产能力不足。

综上所述，公司主要涉足的聚酯切片、聚酯纤维行业已步入发展成熟阶段，属于市场竞争比较充分的行业，整体毛利率水平较低。

2012 年以来,由于宏观环境的变化和行业利润上移的特点,不掌握原料的聚酯链企业面临较大的经营压力。同时,鉴于产品差异化程度低的行业特征,决定了市场主体的竞争力获得更多需要依靠产品品质和低廉价格,故而产业链完整度、规模效应、技术优势和管理水平对主体竞争力的影响非常重要。

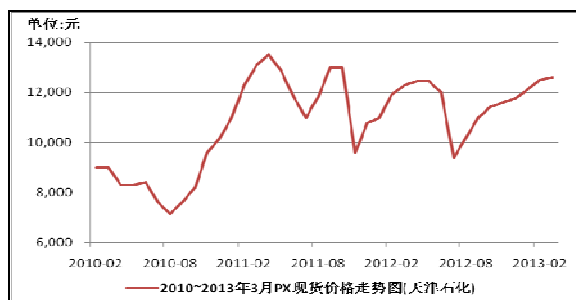
2. 行业上下游产业分析

(1) 上游石化行业

聚酯产品的生产是利用石油、天然气等制得的低分子化合物为原料,经过化学加聚或缩聚而得到合成纤维高聚物(聚酯),高聚物经过抽丝或水下切粒等流程再加工制成纤维聚酯或非纤聚酯。聚酯是连接上游石化行业和多个下游行业的重要中间产品,原油价格的波动会直接影响到聚酯行业的生产经营。

作为聚酯产品主要原料 PTA 的上游 PX (对二甲苯),近年来处于相对有利的行业地位,由于 PTA 产能的大幅扩张, PX 供应相对不足,特别是在 2010 年三季度至 2011 年上半年,价格一路走高,随后虽然经历了宽幅盘整,但价格走势处于整体波动上行状态。2013 年一季度,因原油产品等价格下跌,以及 PTA 行业开工率大幅下降, PX 价格有所滑落,二季度腾龙芳烃 160 万吨及 ONGC 印度 90 万吨 PX 装置计划投产,若进展顺利将显著缓解 PX 供应偏紧局面。此外,本轮原油反弹结束也将会对 PX 价格造成拖累。未来短期内 PX 价格有下跌动力。

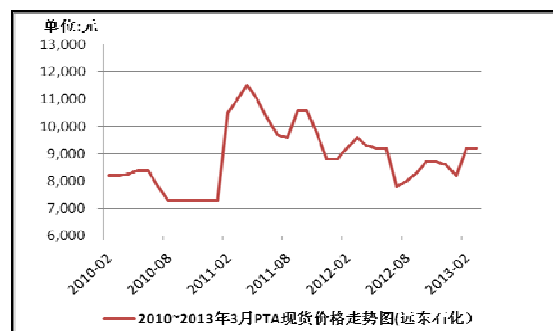
图 2 2010~2013 年 3 月 PX 现货价格走势



资料来源: WIND 资讯

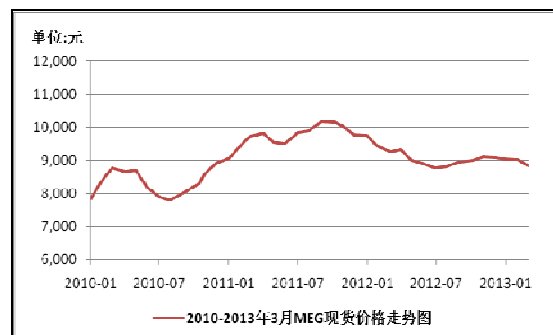
2012 年,中国 PX 总产能在 1000 万吨以上,新增产能 200 万吨以上,扩产幅度约 20%。同期 PTA 新增加产能达到了 1250 万吨,总产能接近 3300 万吨,增幅达到 61%。PX 的扩能速度远逊色于 PTA 对其的需求增速,因此, PX 在很大程度上抑制着 PTA 实际产能的释放。资源的稀缺性导致石化产品的国际投机活动对原料市场的炒作,进一步导致聚酯行业主要原材料 PTA 和 MEG 的价格频繁波动,从而增加了业内企业对原材料价格的判断难度,加剧企业的生产经营风险。

图 3 2010~2013 年 3 月 PTA 现货价格走势



资料来源: WIND 资讯

图 4 2010~2013 年 3 月 MEG 现货价格走势



资料来源: WIND 资讯

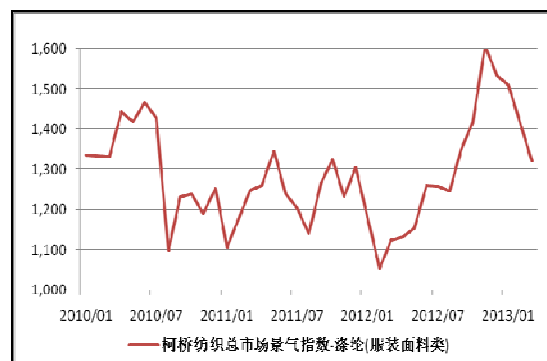
中国的 PTA 等原料生产曾长期由石化系统国企垄断,基于体制和历史原因,许多企业运营效率较低,制约了聚酯链行业的整体发展。随着近年来相关政策放宽,其它投资主体逐渐进入到聚酯原料生产领域,从长期看有利于全行业加强成本控制和提高经营水平。经过近两年的大幅扩产,现阶段国内 PTA 产能处于阶段性过剩, MEG 的情况相对稳定,价格变化较为平滑。目前,国内的产能结构已从早先

的 PTA、MEG 原料瓶颈上移至 PX 制约, 行业利润空间上移, 原料需求缺口发生结构性变化。国内石化行业不能提供充足的供应, 原料对外依存度较高。从上游行业分析, 原料价格的极度不稳定, 已成为国内聚酯链行业发展的重大问题。

(2) 下游纺织、包装行业

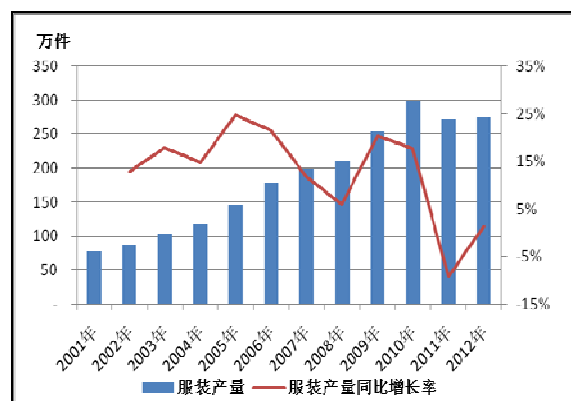
聚酯产品的最广泛应用是制造聚酯纤维, 进而用于纺织, 因而纺织行业是聚酯链行业的重要下游产业之一。中国纺织业已从粗放型扩张和初级产品为主的行业模式, 向技术创新和品牌建设的方向转变。2008 年起, 金融危机对实体经济的冲击以及各种贸易壁垒的威胁, 使纺织行业陷入低迷。外贸环境的不稳定易造成聚酯纤维行业需求的不确定, 行业风险加剧。根据柯桥纺织总市场景气指数(涤纶)报告显示, 2010 年纺织行业景气指数有所提高, 2010 年 6 月~2012 年 2 月, 指数剧烈震荡; 2012 年 2 季度至 2013 年底, 指数一度冲高至 1600 点, 但 2013 年 1 季度指数急剧回落。中国纺织工业协会的相关数据也表明, 2012 年纺织行业经济开始复苏, 亏损企业减少, 亏损额大幅下降, 效益大幅提升。2012 年, 规模以上纺织企业工业增加值同比增长 12.30%, 工业总产值达到 5.78 万亿元。2012 年, 纱产量同比增长 14.02%, 增速较上年同期提高 7.34 个百分点; 化纤产量同比增长 15.92%, 增速较上年同期上升 26.95 个百分点; 布产量同比增长 6%, 增速较上年同期下降 13 个百分点; 服装产量同比增长 5.15%, 达到 267.28 亿件。中国服装生产格局产量前五名大省仍为广东省、浙江省、江苏省、山东省和福建省。长三角、珠三角地区生产规模已近稳定, 沿海地区开始进行产业重新定位, 新定位的确定将指引和推动产业梯度转移进程。

图 5 柯桥纺织总市场景气指数(涤纶)



资料来源: WIND 资讯

图 6 2000~2012 年国内服装产量及增长率



资料来源: wind 资讯

除用于传统的纺织纤维, 聚酯在非纤方面的应用也愈加广泛, 包装行业是当前规模最大且发展最快的非纤聚酯应用领域。近年来, 饮料、食品等的包装需求强劲增长, 带动了全球聚酯瓶和聚酯瓶片的需求量。包装用聚酯的市场容量和发展潜力都非常巨大, 而经济波动对大量使用聚酯包装的快速消费品行业影响相对较小, 为聚酯瓶片提供了稳定的下游市场基础。目前国内聚酯瓶片的下游客户集中在规模较大的饮料企业。聚酯瓶片主要下游客户可口可、娃哈哈等大型饮料生产企业的年消费总量都在 75 万吨以上, 其他如百事可乐等企业年瓶片消费量也在 10 万吨左右, 农夫山泉和乐百氏的瓶片消费量在 4-6 万吨不等。由于近年来纤维级切片产能扩张较快, 下游消化不畅, 导致部分聚酯工厂将生产装置转移到差别化的聚酯瓶片生产。随着聚酯包装的应用范围

扩大，各大生产商正在积极研发应用于啤酒、仓储等更广市场的聚酯包装产品。安全、轻量、环保等特性将使包装行业对聚酯瓶片的消费能力持续增长，非纤聚酯领域有效开拓了产品的下游空间。

综合分析，在资源的制约下，聚酯链行业议价能力要低于上游石化行业，特别是 2011 年以来，PTA 产能的大幅扩张导致行业利润进一步向上游 PX 延伸，聚酯行业盈利空间容易受到上游挤压。另外，由于国内聚酯链企业众多、竞争较为激烈，传统的下游行业已发展成熟，难以向下游转移成本，导致聚酯链行业的整体毛利率偏低。

3. 行业关注

(1) 易受经济周期影响，成本压力大

聚酯链行业的上下游石化和纺织分属周期性行业和出口导向型行业，在经济周期下行阶段均受到较大冲击。上下游产业链的不稳定加剧了聚酯链行业的经营风险，经济波动对行业内企业的生产经营影响较大。此外，PX 等原料供应相对紧张的局面短期内难以改变，使得原料价格居高不下，直接增加聚酯产品的生产成本，成本方面的不利因素给利润率不高的聚酯链企业造成了较大压力。

(2) 行业竞争激烈，盈利能力弱

上世纪末，随着改革的深化，国家对聚酯行业的新上项目由过去的审批制改为登记制，放宽了聚酯链行业的进入门槛，同时国内外聚酯设备的技术工艺基本成熟，也大大降低了行业投资成本。除了原来的石化系统国企继续扩大产能，外资、民营企业纷纷进入这个行业，较低的行业门槛导致众多的市场主体加入竞争，激烈的竞争则进一步降低了行业的整体利润水平。

(3) 自有技术水平低，产品同质化

由于市场偏重于数量要求的特点，大部分生产企业过多扩张常规化产能，科技研发投入不足，普遍存在自有技术水平低的弱点。中国

虽然在某些产品研发方面取得了初步成果，但核心技术、产业化规模以及新产品应用仍落后于发达国家，特别是高新技术纤维及差别化纤维的自主研发和创新能力与发达国家差距巨大。行业集中度不高，现有产能中同质化产品过剩问题较为突出。

(4) 汇率风险

国内聚酯、化纤及纺织业对外依存度都比较高，企业议价能力有限，人民币升值将削弱产品的国际竞争力，同时可能造成较大汇兑损失。国际上要求人民币升值的压力很大，长期存在的汇率风险对行业构成巨大挑战。

(5) 政策风险和环保压力

聚酯链上游原材料 PX、PTA 建设项目属于国家严格审批的高能耗、高污染项目，随着中国经济转型和公众环保意识的增强，相关项目存在一定政策性风险。此外聚酯链产品在生产过程中会产生废气和废水，生产线都需配套污染物处理设施。随着国家对高污染高耗能产业的深入治理，现有聚酯链企业的生产工艺需符合更加严苛的环保和能耗要求，将要求企业为此付出更多的资金投入。

4. 产业政策

“十二五”规划依然把发展循环经济作为下一步改革的重点，建设资源节约型和环境友好型社会的基本方略不变，并以七大战略性新兴产业作为重点扶持对象，其中新材料更成为市场焦点，高强聚酯纤维高分子复合材料等市场需求旺盛。因此，符合环保要求，无污染的绿色包装以及新材料，将越来越受到社会重视。聚酯包装要继续技术创新，加强废弃物处理和资源的回收再利用工作，契合可持续发展的要求。

总体看，行业振兴政策的出台存在积极意义，能够在一定程度上平抑外部不利经济环境而带来的负面影响，从而维持聚酯链产业的平稳发展。

5. 未来发展

(1) 短期趋势

短期内,面对全球经济增速放缓的不确定性,尽管国家出台了一系列鼓励政策并加大投资,但暂未起到明显的刺激作用。原油价格仍可能维持低位震荡,2012年PTA大量新增产能投放,更上游的PX原料供应日趋紧张,整个产业链的利润将向PX转移,聚酯行业整体面临的产能过剩问题短时间内难以消解。在此背景下,行业重新洗牌可能性大增,整个产业疲软的状况将维持一段时间。

聚酯链行业在轻工、纺织及石化振兴规划的相关政策指引下,将主要着力于转变行业发展方式和淘汰落后产能等方面,产品低端同质化的问题有望得到一定程度的改进。延伸产业链的努力,将有助于相关企业抵御行业周期风险,并降低成本损耗。

(2) 长期展望

随着经济全球化进程的加快,化纤、聚酯产业在世界范围内的布局调整继续深入,产能逐步向新兴经济体转移。

随着中国经济的发展,人民生活水平的提高,对服装、家纺用品以及快速消费品的需求将不断上升,庞大的人口基础决定了巨大的需求量。同时,由于城市化进程加快,土地资源的稀缺、粮棉争地的矛盾,决定了化学合成纤维将长期作为重要纺织原料在纺织加工链中占有较大比例,从历史数据看,国内化学纤维占纺织纤维的比重,从上世纪八十年代的13%左右,到如今已超过70%,国内需求的稳定持续增长仍是化纤、聚酯工业发展的主要动力。此外,全球高新科技的发展使得高技术纤维、非纤聚酯等新产品的应用已扩展至航空航天、包装、农业、建筑、交通、水利、环境保护、医药卫生等多个领域,例如美国的聚酯片材需求年均增速达到13%,四成产品用于新兴冷冻食品市场。可见,多元化应用将是未来化纤、聚酯链行业发展的方向,同时也是行业可持续、强有力的增长点。

综上所述,聚酯链行业近年来整体呈现波动发展态势。目前全行业处于深度转型阶段,产品结构不合理、行业竞争压力大及原料价格波动频繁等问题都比较突出。但随着产业结构调整和技术进步,基于庞大的消费需求,实现高附加值、差别化升级的聚酯链行业将有较广阔的前景和发展空间。

6. 区域环境

公司主要生产基地及销售市场集中在江苏省内及周边区域。

根据《江苏省2012年国民经济和社会发展统计公报》,2012年江苏省实现生产总值54058.20亿元,同比增长10.10%,其中第二产业增加值27121.90亿元,同比增长11.00%。

工业方面,2012年江苏省规模以上工业增加值同比增长12.60%;实现利润总额6886.80亿元,同比增长5.80%。

2012年,江苏省生产化学纤维1276.90万吨,同比增长10.20%,产纱449.5亿米,同比增长6.80%。

固定资产投资方面,2012年,江苏省固定资产投资31707.20亿元,同比增长20.50%。

总体看,江苏省经济继续保持平稳较快增长,为公司经营发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

2013年3月底,公司注册资本金20.02亿元,股东圣伦投资和华尔投资分别持有公司47.50%的股份,而圣伦投资与华尔投资均由陈建华控制,其持股比例分别为99.33%和96.05%,故陈建华是公司的实际控制人。公司股权结构图见附件1-1。

2. 企业规模

公司是一家以涤纶化纤、纺织织布为主业的大型现代化纺织集团。截至2013年3月底,公司已形成年产90万吨涤纶民用丝(其中涤

纶低弹丝（以下简称“DTY”）20 万吨、涤纶全牵伸丝（以下简称“FDY”）70 万吨）、20 万吨涤纶工业丝和 45 万吨聚酯瓶片的生产能力，成为国内第二大涤纶长丝生产企业。此外，公司具有年产 45 万吨聚酯切片（以下简称“PET 切片”）及年产 12500 万米高档坯布的生产能力。

公司在国内化纤行业中占据重要的地位：2011 年，公司在全国制造业排名中列第 94 位，列民营企业第 17 位，并先后被评为“中国化纤工业十强企业”、“全国纺织服装百强出口企业”、“全国纺织服装工业 500 强”；公司子公司恒力化纤股份有限公司于 2011~2012 年度荣获中国化学纤维行业竞争力 20 强。

凭借良好的产品质量，公司生产的各系列涤纶长丝产品在业内具有较高知名度：公司民用涤纶长丝获得国家质量监督检验检疫总局办法的产品质量免检证书；“恒远”品牌被列入中国名牌名录。同时，近年来，公司产品获得了国内外如 Nike、Adidas、丰田汽车等众多知名品牌的认可，被其列为指定纺织品原料供应商，占据了一定的中高端市场。

总体看，公司已具有年产 90 万吨涤纶民用丝的生产能力，规模优势明显；产品质量良好、品牌知名度较高，市场竞争力强。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司主营业务板块未发生变化，仍然从事化纤涤纶丝的生产销售业务。2012 年，公司主营业务收入 209.07 亿元，同比增长 8.49%，增幅较 2011 年明显下降，主要是由于下游需求萎靡，公司主导产品涤纶长丝需求大幅下降所致。

主营业务收入结构方面，跟踪期内，公司主业未发生变化，涤纶化纤、纺织织布、产品贸易和热电、蒸汽业务收入仍是公司主营业务收入的主要来源，占主营业务收入的比重分别为 78.59%、2.43%、15.96% 和 3.02%。

受宏观环境的影响，公司主导产品涤纶长丝下游需求低迷，公司产品价格压力较大。2012 年，公司主营业务毛利率为 5.23%，较 2011 年大幅下降。其中，涤纶化纤、产品贸易毛利率降幅较大，热电、蒸汽毛利率较上年有所增长。

2013 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 41.97 亿元，占 2012 年全年的 20.07%。综合毛利率水平较上年有所回升，为 8.60%。涤纶化纤、纺织织布、产品贸易、热电蒸汽四大板块占主营业务收入的比分别为 82.65%、3.81%、9.20% 和 4.34%，涤纶化纤板块对公司收入贡献进一步提高。

跟踪期内，公司主营业务收入稳步增长，收入结构变化不大，毛利率有所下降。公司盈利能力受外部环境影响明显。

表 2 公司主营业务情况

项目	2011 年			2012 年			2013 年 1~3 月		
	营业收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
涤纶化纤	163.24	84.71	13.92	164.30	78.59	5.72	34.69	82.65	6.77
纺织织布	4.38	2.27	11.45	5.07	2.43	11.83	1.60	3.81	12.25
产品贸易	0.94	0.49	4.44	33.38	15.96	-0.68	3.86	9.20	1.55
热电、蒸汽	5.91	3.07	8.04	6.32	3.02	18.83	1.82	4.34	23.08
其他	18.23	9.46	0.44	-	-	-	-	-	-
合计	192.71	100	12.22	209.07	100	5.23	41.97	100	8.60

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

公司主要业务为化纤涤纶丝的生产销售，其生产用原料主要是 PTA 和 MEG，两者合计约占化纤涤纶生产总成本 80%左右。

表 3 公司原材料采购情况

项目	PTA		MEG	
	采购量 (万吨)	采购价格 (元/吨)	采购量 (万吨)	采购价格 (元/吨)
2010 年	67.13	6861	24.60	6009
2011 年	110.29	8390	45.49	7917
2012 年	131.40	7252	49.68	6773
2013 年 1~3 月	28.88	7547	9.52	7472

资料来源：公司提供

注：采购价格为不含税价格，采购量中不包含贸易部分

随着业务规模的扩大，公司原材料采购量逐年增长，2012 年采购价格较 2011 年有所下降，2013 年一季度有所回升。

3. 产品生产

跟踪期内，公司 DTY 产能由 20 万吨/年提高至 25 万吨/年，其他产品产能未发生变化。

表 4 公司主要产品产能利用情况

项目		2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月
DTY	产能 (万吨)	20	20	25	25
	产量 (万吨)	18.10	20.33	23.14	5.61
	销量 (万吨)	18.17	20.60	23.17	4.61
FDY	产能 (万吨)	40	70	70	70
	产量 (万吨)	31.51	52.09	58.07	15.07
	销量 (万吨)	31.20	52.69	57.56	11.74
PET	产能 (万吨)	--	45	45	45
	产量 (万吨)	9.53	33.52	48.08	11.57
	销量 (万吨)	9.38	30.32	50.29	8.94
工业丝	产能 (万吨)	20	20	20	20
	产量 (万吨)	13.72	14.72	14.18	3.65
	销量 (万吨)	11.78	14.74	14.01	3.26

资料来源：公司提供

注：2011 年公司 FDY 产能利用率较低的原因为江苏德力化纤于 2011 年 6 月投产，当年产量贡献与设计产能差距较大；2011 年之前 PET 主要为拉丝用中间产品，对外销售少，2011 年新增的 45 万吨为聚酯瓶片产能。

2012 年，除工业丝外，公司其他产品产量均较 2011 年有所增长，其中，PET 产量增长 43.44%。

跟踪期内，公司 DTY、FDY、PET 产能利用率均在 80%以上，工业丝的产能利用率为

70.90%。整体来看，公司产能利用率水平较高。

4. 产品销售

公司产品市场认可度较高，销售全部采用直销模式。跟踪期内，公司各产品产销率均在 98%以上，水平较高。从销售价格来看，2012 年公司主要产品的价格较 2011 年下降幅度均在 10%以上，结合公司的原材料采购价格变化情况来看，公司向下游转移成本的能力较弱。2012 年，受下游需求下滑影响，公司采取以价格换市场的策略，当年毛利率水平有所下降。

表 5 公司产品平均销售价格

价格(含税)	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月
DTY (元/吨)	16300	19113	15616	16201
FDY (元/吨)	15505	16911	14103	13885
PET (元/吨)	9880	12100	10373	10729
工业丝 (元/吨)	14530	16113	13914	14590

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司产品销售以内销为主，约占 93.26%。出口方面，公司产品主要销往韩国、日本、印度、瑞典等国家。

内销方面，公司客户主要集中在东南沿海地区，该区域纺织企业众多，产业集聚优势明显。公司主要采用直销模式，下游客户较为分散，前五大客户集中度为 7.65%，占比较低。

跟踪期内，公司产销率较高，由于下游需求萎靡的影响，公司采取以价格换市场的经营策略，致使毛利率有所降低，下游客户较为分散，风险较小。

5. 其他板块

公司坯布板块业务主要由江苏博雅达纺织有限公司和吴江华俊纺织有限公司经营，截至 2013 年 3 月底，具有 12500 万米高档坯布的生产能力。公司坯布销售以直销为主，其比例约为 80%；2012 年前五大客户坯布销售收入占全部收入的比重达 71.67%。

公司贸易板块由公司本部和恒力进出口有限公司经营，主要从事 PTA、MEG 的进口以及坯布的出口贸易。2011 年公司本部的贸易收入

计入其他收入，2012年起计入产品贸易收入。

八、财务分析

公司提供的2012年财务报表经南通万隆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。2013年一季度财务报表未经审计。

截至2012年底，公司（合并）资产总额249.94亿元，所有者权益（含少数股东权益18.76亿元）80.68亿元；2012年公司实现营业收入212.86亿元，利润总额3.72亿元。

截至2013年3月底，公司（合并）资产总额238.60亿元，所有者权益（含少数股东权益18.93亿元）81.99亿元；2013年1~3月公司实现营业收入42.25亿元，利润总额1.22亿元。

1. 盈利能力

随着新增产能的释放，公司销售规模逐年增长，2012年，公司实现营业收入212.86亿元，同比增长7.53%；营业成本199.68亿元，同比增长14.39%，高于营业收入增幅。公司营业利润率5.97%，较上年下降5.60个百分点。

随着业务规模的不断扩大，公司销售费用、管理费用和财务费用均有所增长。2012年，公司期间费用合计11.73亿元，同比增长35.86%，占营业收入比重由上年的4.36%提高至5.51%。

2012年以来，化纤行业景气度持续下滑，产品销售价格大幅下挫导致涤纶丝板块毛利率降低。2012年，公司营业利润1.16亿元，利润总额3.72亿元，分别较上年下降91.09%和72.46%，降幅较大。

2012年，公司营业外收入2.68亿元，较上年增长371.62%，主要来自于政府补助的增加。

从盈利能力指标来看，2012年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为1.25%和3.31%，同比分别下降7.24个和10.62个百分点。

2013年1~3月，公司营业收入42.25亿元，为2012年19.85%，利润总额1.22亿元，营业利润率9.11%，较2012年底提高3.14个百分点。

跟踪期内，公司收入规模持续增长，但利润规模大幅下降。受产品价格下降的影响，公司盈利能力有所下滑。

2. 现金流及保障

2012年，随着销售收入的持续增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入量随之增长，2011年分别为191.92亿元和200.54亿元，分别同比增长12.15%和8.22%。2012年，公司现金收入比为90.16%，较2011年提高3.71个百分点，收入实现质量有所提高。2012年，公司经营活动现金流量净额较上年大幅增加，为12.67亿元，主要是由于公司加强资金管理，减少对外拆借。

投资活动方面，2012年公司投资活动现金流入量为21.54亿元，主要为收到其他与投资活动有关的现金（为公司与关联企业的往来款）；公司投资活动现金流出为50.75亿元，主要为购建固定资产支出和投资支付的现金（用于差别化纤维项目）。公司收到其他、支付其他与投资活动有关的现金主要是与关联方的往来款及拆借款。2012年公司投资活动产生的现金流量净额为-29.21亿元。

筹资活动方面，2012年公司筹资活动现金流入为141.69亿元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出为121.74亿元，主要为偿还债务支付的现金。2012年公司筹资活动产生的现金流量净额为19.95亿元。

2013年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为46.30亿元，现金收入比为109.59%；经营活动产生的现金净流量4.06亿元；投资活动现金流入为5.28亿元，主要为收到其他与投资活动有关的现金，投资活动现金流出为12.32亿元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金，投资活动产生的现金流量净额为-7.04亿元；公司筹资活动现金流入为45.76亿元，全部为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出为38.12亿元，主要为偿还债务支付的现金，公司筹资活动产生的现金流量净额

为 7.63 亿元。

总体来看，公司经营活动现金流入规模有所增长；投资活动现金流表现为净流出，且规模较大；筹资活动产生的现金流规模有所提高以补充资金缺口。跟踪期内，虽然公司收入实现质量有所提高，但仍处于较低水平，公司经营活动产生的现金流无法满足投资需求，资金较为紧张。

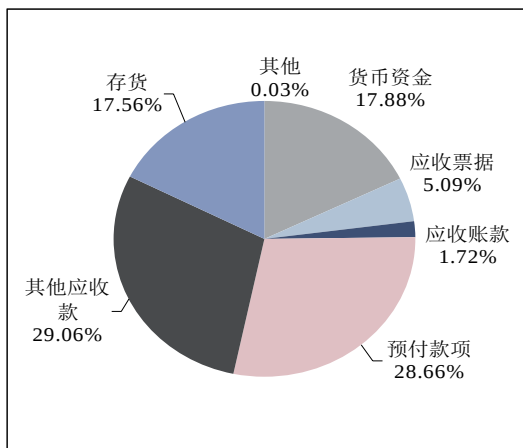
3. 资本及债务结构

资产

截至 2012 年底，公司资产总额 249.94 亿元，同比增长 11.33%，其中流动资产占 62.82%，非流动资产占 37.18%。公司资产构成变化不大。

截至 2012 年底，公司流动资产合计 155.81 亿元，同比增长 10.48%，主要来自预付款项的增加。流动资产构成以货币资金、预付款项、其他应收款、存货为主。

图 7 2012 年底公司流动资产构成



资料来源：公司 2012 年财务报告

截至 2012 年底，公司货币资金 27.85 亿元，同比增长 6.85%，主要为银行存款（占 42.75%）及其他货币资金（占 57.16%），其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金及履约保证金。货币资金中受限资金占比较高。

截至 2012 年底，公司预付款项 44.66 亿元，较 2011 年底增长 162.02%，主要是来自于贸易规模增加导致预付的 PTA、MEG 采购款增长以

及公司对 FDY 项目投资未收到发票部分。公司预付款项账龄在 1 年以内的占 97.48%。

截至 2012 年底，公司其他应收款账面余额 46.70 亿元，较 2011 年下降 17.07%。其中，关联方占款约占 49.44%，公司按 1.00%的比例计提了坏账准备。按账龄分析法组合的其他应收款占 50.56%，公司按 5.03%计提坏账准备。从关联方前五名债务人集中度来看，公司其他应收款集中度偏高，存在一定的风险。

表 6 截至 2012 年底公司同一控制人下其他应收款前五名主要债务人明细

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	所占比例
苏州银润投资有限公司	4.16	9.19
大连港龙地产有限公司	4.07	8.99
苏州华毅机械有限公司	3.63	8.02
苏州力扬新材料有限公司	2.18	4.82
吴江同里湖度假村有限公司	1.69	3.73
合计	15.73	34.75

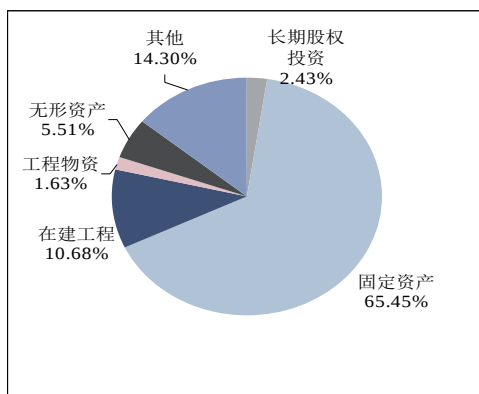
资料来源：公司财务报表附注

截至 2012 年底，公司存货 27.37 亿元，较上年增长 6.44%，主要是原材料（占 76.05%）、产成品（占 23.73%）、委托加工物资（占 0.13%）、周转材料（占 0.09%）。公司未计提存货跌价准备。

截至 2012 年底，公司非流动资产合计 94.12 亿元，较上年底增长 12.77%，主要来自于在建工程 and 无形资产的大幅增长。非流动资产构成主要为固定资产和在建工程。

截至 2012 年底，公司固定资产账面原值 99.58 亿元，累计折旧 37.98 亿元，净值合计 61.60 亿元，较上年下降 10.74%。其中，房屋及建筑物占 23.18%，机器设备占 70.80%，运输工具占 5.62%，电子设备占 0.40%。公司固定资产成新率一般。

图8 2012年底公司非流动资产构成



资料来源：公司2012年财务报告

截至2012年底，公司在建工程10.05亿元，较上年增长810.93%，主要来自于对40万吨差别化涤纶纤维（FDY）项目投资的增加。由于公司部分投资未收到发票，故“在建工程”科目所体现的资金远低于实际投资额，未收发票的投资计入“预付款项”科目。

截至2012年底，公司无形资产5.19亿元，较上年增长101.76%，全部为土地使用权。

跟踪期内，公司资产规模逐年增长，资产结构变化较小，以流动资产为主，流动资产中预付款项和其他应收款占比偏高，对流动资金形成一定占压。整体看，公司资产质量及流动性一般。

所有者权益

截至2012年底，公司所有者权益合计80.68亿元，归属于母公司所有者权益合计61.92亿元，其中实收资本占32.36%，资本公积占33.62%，盈余公积占4.91%，未分配利润占29.11%。公司所有者权益稳定性较强。

截至2013年3月底，公司所有者权益81.99亿元，其中归属于母公司所有者权益63.06亿元，较2012年底增长1.83%，主要是由于未分配利润增加所致。公司所有者权益变化不大。

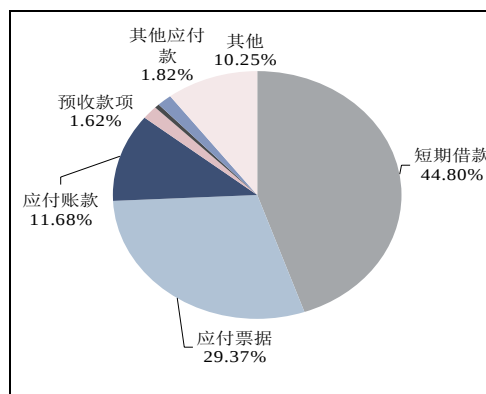
跟踪期内，公司所有者权益整体呈增长态势，且稳定性较好。

负债

截至2012年底，公司负债总额169.25亿元，其中流动负债占93.49%，非流动负债占

6.51%。截至2012年底，公司流动负债158.24亿元，较上年增长24.98%，主要由短期借款、应付票据、应付账款组成。

图9 2012年底公司流动负债构成



资料来源：公司2012年财务报告

2012年，随着公司生产经营规模不断扩大，资金需求增加，公司短期借款规模继续扩大，截至2012年底为70.89亿元，较2011年底增长43.56%，其中质押借款占6.75%、抵押借款占18.34%、保证借款占41.49%、信用借款（包括公司发行的短期融资券）占33.43%。

截至2012年底，公司应付票据46.47亿元，较上年增长17.60%，全部为银行承兑汇票。

截至2012年底，公司应付账款18.48亿元，较上年增长18.80%，主要是应付上游客户的货款。其中，账龄在1年以内的应付账款占比达97.27%。

截至2012年底，公司非流动负债11.01亿元，较上年下降45.42%，主要来自长期借款和长期应付款的减少。

截至2012年底，公司长期借款8.02亿元，较上年下降52.52%，其中，抵押借款占23.68%，保证借款占76.32%。

截至2012年底，公司长期应付款2.64亿元，较上年下降12.62%，全部为应付融资租赁款。

跟踪期内，公司债务规模持续增长，截至2012年底，公司债务规模为141.54亿元（较2011年底增长30.21亿元），其中，短期债务占94.33%，长期债务占5.67%，短期债务占比偏高。

截至2012年底，公司资产负债率、全部债

务资本化比率较上年有所上升，分别为 67.72%、63.69%，长期债务资本化比率较上年有所下降，为 9.05%，公司债务负担有所加重，短期债务压力较重。

截至 2013 年 3 月底，公司负债总额 156.61 亿元，较 2012 年底下降 7.47%，其中流动负债占比 75.25%，非流动负债占比 24.75%。截至 2013 年 3 月底，公司流动负债合计 117.86 亿元，同比下降 25.52%，主要来源于应付票据、应付账款和其他应付款的减少；公司非流动负债 38.75 亿元，同比增长 251.87%，其中，长期借款增长 255.49%、长期应付款增长 75.63%；专项应付款 5.20 亿，为公司收到的财政专项补贴，专门用于购建固定资产、技术改造等方面。

截至 2013 年 3 月底，公司债务总额 142.75 亿元，较 2012 年底增长 0.85%，其中，长期债务增长 255.49%，短期债务下降 14.45%。公司债务结构有所改善。

跟踪期内，公司债务负担有所加重，短期债务占比偏高，但有改善迹象。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2012 年公司流动资产增幅低于流动负债增幅，流动比率和速动比率均有所下滑，分别为 98.47%和 81.17%。2013 年 3 月底，两项指标分别为 115.84%和 85.79%。总体考虑公司流动资产构成及质量来看，公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力指标看，2012 年，公司实现 EBITDA11.90 亿元，同比下降 53.35%。EBITDA 利息倍数从上年的 4.88 倍降至 2.78 倍；全部债务/EBITDA 倍数从上年的 4.37 倍下降至 7.69 倍。总体看，公司 EBITDA 对全部债务及利息的保障能力尚可。

截至 2013 年 3 月底，公司对外担保 71.20 亿元，担保比率为 88.25%，担保比率高。其中，对恒力石化（大连）有限公司的担保金额为 42.30 亿元，占 59.41%，担保期间较长；其他担保对象的到期日均在一年以内。被担保客户

大多为公司同一控制人下的企业，截至目前各被担保公司均正常运营。

表 7 公司主要担保客户担保情况（截至 2013 年 3 月底）

单位	担保金额 (亿元)	借款日	到期日	保证方式
江苏德顺纺织有限公司	13.00	2012.6	2013.6	连带担保
江苏德华纺织有限公司	6.80	2012.12	2013.12	连带担保
恒力石化（大连）有限公司	42.30	2011.3	2020.3	连带担保
吴江化纤织造厂有限公司	3.30	2012.8	2013.8	连带担保
合计	65.40	-	-	-

资料来源：公司提供

公司担保对象均处于产业链上下游，同质化程度较高。目前化纤行业景气度低迷，特别是 PTA 行业，随着 2012 年新增产能（约 1000 万吨）的快速投放，供求关系已经由供不应求转变为供过于求，行业呈现原料供应不足、成本高位震荡、产能过剩、下游成本转嫁能力弱的局面，PTA 行业面临较大的经营风险。综合考虑，公司或有负债风险较大。

截至 2013 年 3 月底，公司已获得授信总额 163.58 亿元，其中未使用额度 20.84 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

5. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（编号 B201306180004313818），截至 2013 年 6 月 18 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录；近三年到期的债务融资工具均已按时还本付息。总体看，公司过往债务履约情况良好。

九、债券偿债能力

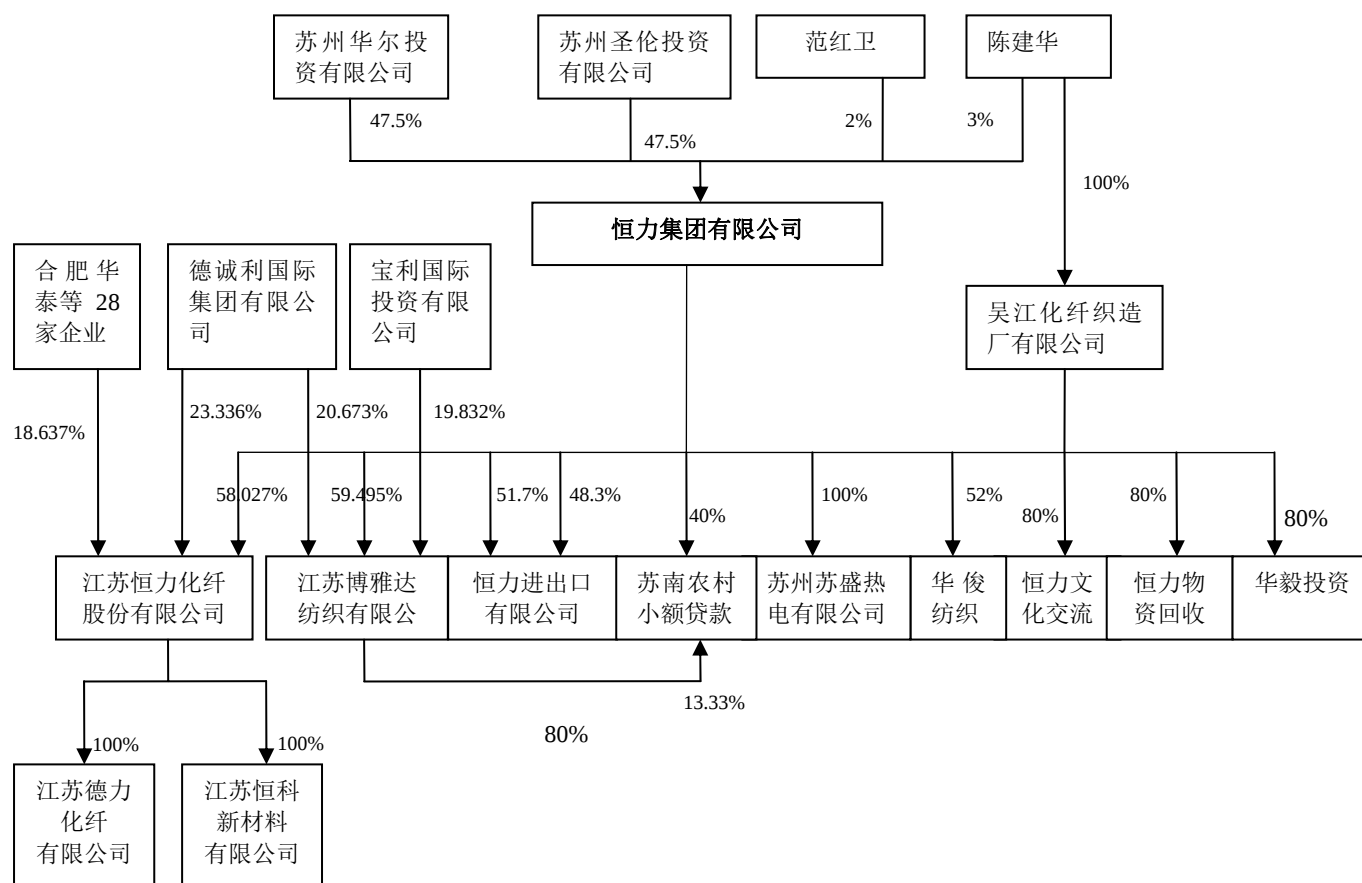
截至 2013 年 3 月底，公司现金类资产合计

43.40亿元，扣除受限资金后为27.48亿元，为一年内到期待偿还债券（“12恒力集CP001”和“12恒力集CP002”）本金总额的1.45倍。2012年公司经营活动现金流入和净额分别为一年内到期的待偿还债券本金总额的10.55倍和0.67倍；公司EBITDA为待偿还债券本金的2.78倍。公司现金类资产、经营活动现金流入量和EBITDA对待偿还债券的保障能力较强。

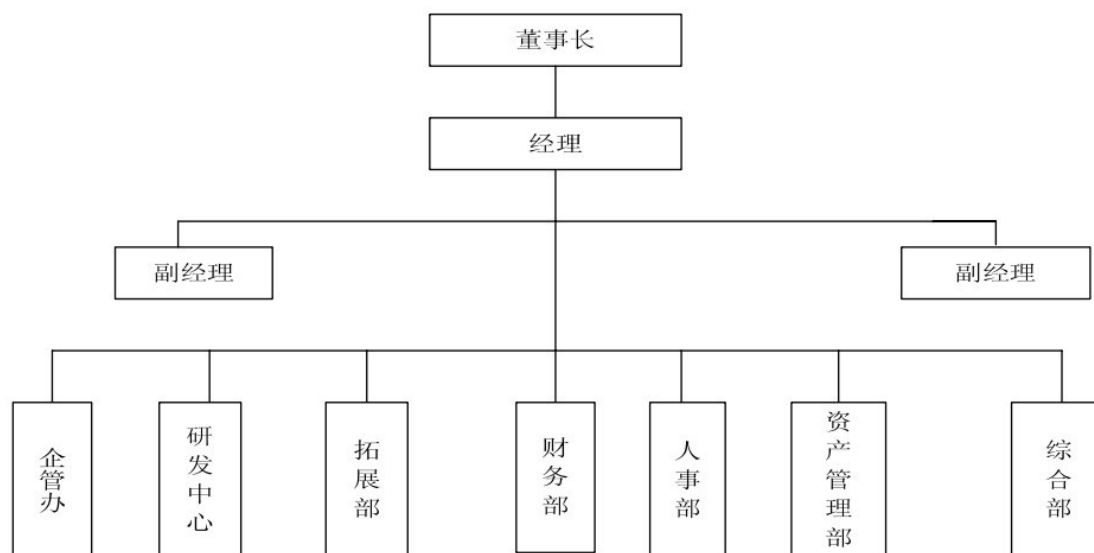
十、结论

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恒力集CP001”和“12恒力集CP002” A-1的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	350770.28	260674.43	278531.03	-10.89	368204.13
交易性金融资产					
应收票据	98502.32	139880.06	79323.81	-10.26	65835.08
应收账款	17860.88	34323.70	26741.41	22.36	44201.79
预付款项	65702.65	170443.95	446590.25	160.71	105657.41
应收利息	209.57	312.59	462.17	48.50	117.77
应收股利					
其他应收款	477072.48	547534.78	452802.81	-2.58	426433.55
存货	191757.49	257121.04	273670.91	19.46	354182.97
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					580.50
流动资产合计	1201875.66	1410290.55	1558122.38	13.86	1365213.20
非流动资产：					
可供出售金融资产		17082.00	20956.00		20956.00
持有至到期投资			40000.00		40000.00
长期应收款					
长期股权投资	18200.00	22900.00	22900.00	12.17	22900.00
投资性房地产					
固定资产	428754.22	690139.26	616043.63	19.87	622946.62
在建工程	128335.41	11034.22	100513.61	-11.50	195760.42
工程物资			15302.45		2034.37
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	21026.31	25725.55	51904.82	57.12	57189.29
开发支出					
商誉	7531.25	7531.25	7531.25		7531.25
合并价差					
长期待摊费用	59.34	9.71	5.83	-68.67	5.83
递延所得税资产	300.29	990.92	1087.20	90.28	1087.20
其他非流动资产	57407.13	59264.37	64983.60	6.39	50400.60
非流动资产合计	661613.94	834677.28	941228.39	18.06	1020811.57
资产总计	1863489.60	2244967.83	2499350.78	15.37	2386024.77

附件 2-2 合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	528154.79	493816.82	708936.71	15.86	738323.72
交易性金融负债					
应付票据	484897.51	395180.68	464747.18	-2.10	403958.01
应付账款	141407.74	155514.75	184756.53	14.30	18204.78
预收款项	36084.36	47145.02	25561.88	-15.83	16420.74
应付职工薪酬	10290.20	11179.87	7498.89	-14.63	5473.88
应交税费	9954.11	32837.61	-12835.97		-23834.22
应付利息	1421.59	1063.61	4378.86	75.51	12098.25
应付股利	4882.43	39769.04	7764.06	26.10	7764.06
其他应付款	28579.69	33412.12	28760.73	0.32	-1192.25
预计负债					
一年内到期的非流动负债	93000.00	55282.64	161500.00	31.78	
其他流动负债	438.88	947.48	1333.76	74.33	1333.76
流动负债合计	1339111.32	1266149.65	1582402.64	8.71	1178550.72
非流动负债：					
长期借款	67140.12	169000.00	80239.52	9.32	285239.52
应付债券					
长期应付款		30265.38	26444.41		46444.41
专项应付款					52009.80
预提费用					
递延收益					
递延所得税负债		2320.50	3289.00		
其他非流动负债	225.25	194.75	164.25		3849.01
非流动负债合计	67365.37	201780.63	110137.18	27.86	387542.74
负债合计	1406476.69	1467930.28	1692539.82	9.70	1566093.46
所有者权益：					
实收资本(或股本)	200200.00	200200.00	200200.00		200200.00
资本公积		205131.87	208037.37		208037.37
专项储备	391.92	446.72	512.71	14.38	512.71
盈余公积	9.23	30392.84	30392.84	5636.96	30392.84
未分配利润	131472.61	168135.70	180096.87	17.04	191451.95
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	332073.76	604307.13	619239.78	36.56	630594.87
少数股东权益	124939.16	172730.42	187571.17	22.53	189336.44
所有者权益合计	457012.92	777037.55	806810.95	32.87	819931.31
负债和所有者权益总计	1863489.60	2244967.83	2499350.78	15.81	2386024.77

附件 3 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、营业收入	1026100.85	1979566.09	2128616.40	44.03	422467.98
减: 营业成本	837970.79	1745611.04	1996819.50	54.37	383546.01
营业税金及附加	406.50	4984.98	4680.20	239.31	432.63
销售费用	6815.43	11633.63	12466.45	35.25	2711.30
管理费用	18765.61	32250.57	39697.78	45.45	10169.95
财务费用	28598.60	42428.08	65096.69	50.87	20183.35
资产减值损失	1594.51	10617.38	-1738.22		
加: 公允价值变动收益					
投资收益	22.80	510.00	1070.79	585.26	6799.50
其中: 对合营企业投资收					
其他业务利润	-890.41	-1766.87	-1016.56	6.85	-234.91
二、营业利润	131081.80	130783.54	11648.23	-70.19	11989.33
加: 营业外收入	2930.10	5687.81	26824.78	202.57	675.44
减: 营业外支出	1273.99	1531.69	1313.65	1.54	508.40
其中: 非流动资产处置损	61.28	287.10	80.30		
三、利润总额	132737.90	134939.66	37159.36	-47.09	12156.36
减: 所得税费用	20488.34	26676.81	10415.19	-28.70	801.28
四、净利润	112249.56	108262.85	26744.17	-51.19	11355.09
其中: 归属于母公司的净利润	84135.99	67046.69	11961.17	-62.30	8899.26
少数股东损益	28113.57	41216.16	14783.00	-27.49	2455.83

附件 4-1 公司合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 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	811810.00	1711241.36	1919215.25	53.76	462964.09
收到的税费返还	2118.79	2485.21	2338.33	5.05	
收到其他与经营活动有关的现金	63165.94	139296.20	83800.40	15.18	2600.00
经营活动现金流入小计	877094.73	1853022.78	2005353.98	51.21	465564.09
购买商品、接受劳务支付的现金	638897.41	1470888.57	1608789.29	58.68	386947.52
支付给职工以及为职工支付的现金	28316.29	46461.69	58470.49	43.70	13299.39
支付的各项税费	21776.50	93819.60	80040.36	91.72	15533.37
支付其他与经营活动有关的现金	71302.03	201959.52	131395.74	35.75	9166.83
经营活动现金流出小计	760292.23	1813129.37	1878695.88	57.19	424947.11
经营活动产生的现金流量净额	116802.50	39893.40	126658.10	4.13	40616.98
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金		510.00	973.07		799.50
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	617.53	10526.12	1864.38	73.76	
处置子公司及其他单位收到的现金净额		306010.10			
收到其他与投资活动有关的现金	5491.95	70530.34	212549.54	522.11	52009.80
投资活动现金流入小计	6109.48	387576.55	215387.00	493.76	52809.30
购建固定资产、无形资产等支付的现金	120271.60	154718.98	164054.05	16.79	123176.59
投资支付的现金	10400.00	12500.00	307167.00	443.46	
取得子公司等支付的现金净额		37002.18			
支付其他与投资活动有关的现金	248368.00	100823.26	36300.00	-61.77	
投资活动现金流出小计	379039.61	305044.42	507521.05	15.71	123176.59
投资活动产生的现金流量净额	-372930.13	82532.13	-292134.06	-11.49	-70367.28
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	20200.00			-100.00	
取得借款收到的现金	1015183.13	1003674.69	1286907.99	12.59	457558.13
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	437828.42	341292.37	130013.57	-45.51	
筹资活动现金流入小计	1473211.55	1344967.07	1416921.56	-1.93	457558.13
偿还债务支付的现金	790716.05	1075688.77	1054298.69	15.47	357941.73
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	28777.20	54671.24	112750.05	97.94	23278.69
支付其他与筹资活动有关的现金	261698.57	411991.62	50324.41	-56.15	
筹资活动现金流出小计	1081191.83	1542351.63	1217373.15	6.11	381220.43
筹资活动产生的现金流量净额	392019.72	-197384.56	199548.41	-28.65	76337.71
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	1459.24	-1377.33	-632.12		-300.03
五、现金及现金等价物净增加额	137351.34	-76336.36	33440.33	-50.66	46287.37
加: 期初现金及现金等价物余额	23140.28	160491.62	84155.26	90.70	117595.59
六、期末现金及现金等价物余额	160491.62	84155.26	117595.59	-14.40	163882.96

附件 4-2 公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	112249.56	108262.85	26744.17	-51.19
加: 资产减值准备	1589.51	8413.56	-1738.22	
固定资产折旧及其他	53436.24	70244.42	80061.98	22.40
无形资产摊销	462.53	475.01	743.86	26.82
长期待摊费用摊销	53.76	49.63	10.24	-56.36
处置固定资产、无形资产等损失	46.67	-3799.05	-380.05	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	26025.40	49320.72	66081.90	59.35
投资损失	-22.80	-510.00	-1070.79	585.26
递延所得税资产减少	144.69	-682.76	-96.28	
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-80156.03	-44322.81	-16549.87	-54.56
经营性应收项目的减少	127376.11	-122412.49	-41854.21	
经营性应付项目的增加	-125138.03	35110.32	14705.36	
其他	734.89	-62459.82		-100.00
经营活动产生的现金流量净额	116802.50	37689.58	126658.10	4.13
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	160491.62	84155.26	117595.59	-14.40
减: 现金的期初余额	23140.28	160491.62	84155.26	90.70
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	137351.34	-76336.36	33440.33	

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	13.58	13.63	15.19	--
存货周转次数(次)	4.37	7.78	7.52	--
总资产周转次数(次)	0.55	0.96	0.90	--
现金收入比(%)	79.12	86.45	90.16	109.59
盈利能力				
营业利润率(%)	18.29	11.57	5.97	9.11
总资本收益率(%)	8.52	8.49	1.25	--
净资产收益率(%)	24.56	13.93	3.31	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	12.81	17.86	9.05	25.81
全部债务资本化比率(%)	71.97	58.89	63.69	63.52
资产负债率(%)	75.48	65.39	67.72	65.64
偿债能力				
流动比率(%)	89.75	111.38	98.47	115.84
速动比率(%)	75.43	91.08	81.17	85.79
经营现金流动负债比(%)	8.72	3.15	8.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.98	4.88	2.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.52	4.37	7.69	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.22	0.11	-0.12	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-9.61	2.34	-2.50	--
现金偿债倍数(倍)	2.36	2.11	1.88	2.28
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	4.62	9.75	10.55	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.61	0.21	0.67	--

注：公司 2013 年一季度数据未经审计。

附件 6 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+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 7 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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。