

跟踪评级公告

联合[2014] 870 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“13恒力集CP002”、“14恒力集CP001” 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
13 恒力集 CP002	10 亿元	2013/09/23~ 2014/09/23	A-1	A-1
14 恒力集 CP001	5 亿元	2014/04/30~ 2015/04/30	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 25 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	40.06	35.79	39.70	42.51
资产总额(亿元)	224.50	249.94	319.08	290.10
所有者权益(亿元)	77.70	80.68	82.42	83.72
长期债务(亿元)	19.93	10.67	17.10	17.10
全部债务(亿元)	114.35	144.19	193.30	177.99
营业收入(亿元)	197.96	212.86	228.49	54.63
利润总额(亿元)	13.49	3.72	3.45	1.04
EBITDA(亿元)	25.50	18.41	18.71	--
经营性净现金流(亿元)	3.99	12.67	2.34	0.76
营业利润率(%)	11.48	5.92	4.90	6.89
净资产收益率(%)	13.93	3.31	3.32	--
资产负债率(%)	65.39	67.72	74.17	71.14
全部债务资本化比率(%)	59.54	64.12	70.11	68.01
流动比率(%)	111.38	98.47	68.75	82.46
全部债务/EBITDA(倍)	4.48	7.83	10.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.88	2.78	2.44	--
经营现金流流动负债比(%)	3.15	8.00	1.14	--

注: 公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

史延 荣毅

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对恒力集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为中国最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。同时,联合资信也关注到化纤行业竞争激烈且景气度持续低迷,公司主导产品盈利能力下滑、债务负担重且短期支付压力大、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。

跟踪期内,产能扩建项目的投产进一步巩固了公司在民用丝行业中的规模优势,成为国内最大的涤纶长丝生产企业。未来,随着公司新增产能的逐步释放,公司盈利水平有望得以提升,对公司信用水平形成有力支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内,随着在建项目的逐步投产,公司成为国内最大涤纶长丝生产企业,拥有 140 万吨民用长丝、20 万吨工业长丝、45 万吨瓶片的生产能力,规模优势显著。
2. 公司装备水平和生产工艺处于国际先进水平,产品品质好、品牌知名度高,市场竞争力强。
3. 公司资产规模及营业总收入逐年增长,2014 年以来毛利率略有回升。

关注

1. 2012 年以来,化纤行业景气度低迷,公司主导产品涤纶长丝所受影响较大。
2. 公司实际控制人名下企业较多,关联方资金占用情况较为严重,且主要为同行业上下游或房地产企业,存在较大的资金回收风险。
3. 公司债务规模快速增长,债务负担重,短

期债务规模较大，短期偿债压力大。

4. 公司对外担保比率较高，担保对象为同行业上下游关联企业，或有负债风险较大。

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相关债券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2014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。

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2014年3月底,公司拥有140万吨民用长丝、20万吨工业长丝、45万吨瓶片的生产能力,是国内最大的涤纶长丝生产企业。

截至2014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2),公司拥有二级控股子公司14家。

截至2013年底,公司合并资产总额319.08亿元,所有者权益82.42亿元;2013年公司实现营业总收入228.49亿元,利润总额3.45亿元。

截至2014年3月底,公司合并资产总额290.10亿元,所有者权益83.72亿元;2014年1~3月,公司实现营业总收入54.63亿元,利润总额1.04亿元。

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

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2000万元以上的企业,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。

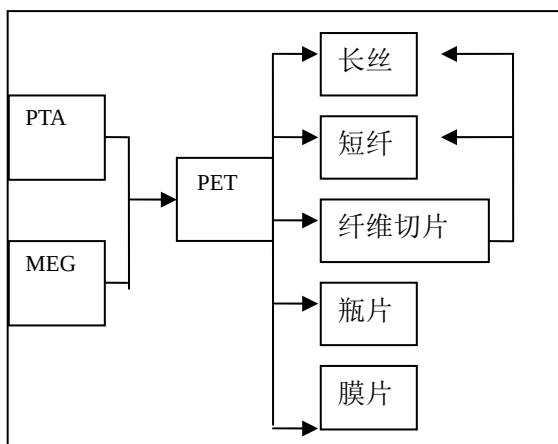
总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济概况

1. 行业概况

公司主要从事涤纶长丝和聚酯瓶片的生产销售业务。涤纶长丝产品主要包括预取向丝（高速纺丝）（POY）、全拉伸丝（纺丝拉伸一步法）（FDY）、拉伸变形丝（FTY）。

图1 聚酯产业链示意图



资料来源：公开资料，联合资信整理

（1）聚酯瓶片

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。

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，还延伸到医药、农药、化妆品包装等领域。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，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。根据国家统计局和海关的统计数据，2013年聚酯产量为1219.25万吨，较2012年增长6.95%。2014年一季度，聚酯产量为284.83万吨，同比下降2.54%。

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，大批瓶片新产能进入并迅速扩张。由于年需求量与出口量增幅有限，国内聚酯瓶片供大于求的局面有所加剧。2013年以来，聚酯瓶片的价格波动较大，至三季度略有回升后，继续震荡下行。

图2 2009年以来聚酯瓶片价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

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。

受新增产量逐步释放影响，2013 年，聚酯纤维产量仍然延续增长趋势，其中，涤纶长丝产量同比增长 10.98%，涤纶短纤同比增长 5.20%。2014 年 1~3 月，涤纶长丝产量 758.90 万吨。

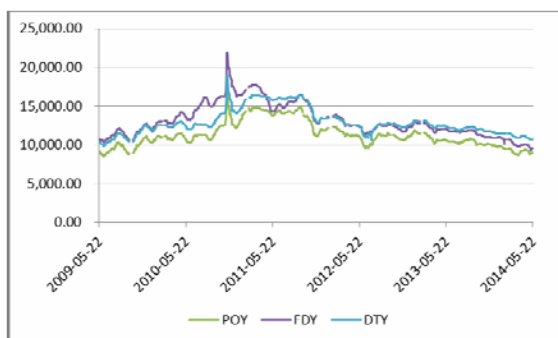
表 1 近年国内聚酯纤维产量情况

项目	短纤		长丝	
	产量（万吨）	同比增减（%）	产量（万吨）	同比增减（%）
2011 年	871.33	8.85	1921.39	18.22
2012 年	901.82	3.5	2155.21	12.17
2013 年	948.74	5.20	2391.9	10.98

资料来源：wind 资讯

从价格趋势来看，涤纶 POY、FDY 及 DTY 的价格趋势基本趋同，自 2010 年底至 2011 年初价格达到最高值后，呈波动下降趋势。跟踪期内，上述产品的价格仍然延续下降趋势。

图 3 近年来主要涤纶产品的价格走势



资料来源：wind 资讯

聚酯链行业目前处于深度转型阶段，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。

2. 区域环境

公司主要生产基地集中在江苏省内及周边区域。

根据《江苏省 2013 年国民经济和社会发展统计公报》，2013 年江苏省实现生产总值 59161.9 亿元，同比增长 9.6%，其中第二产业增加值 29094.0 亿元，同比增长 10.0%。

工业方面，2013 年江苏省规模以上工业增加值同比增长 11.5%；实现利润总额 7834.1 亿元，同比增长 14.5%。

2013 年，江苏省生产化学纤维 1296.3 万吨，同比增长 0.9%，生产纱 483.3 万吨，同比增长 5.9%，生产布 81.1 亿米，同比增长 1.6%。

固定资产投资方面，2013 年，江苏省固定资产投资 35982.5 亿元，同比增长 19.6%，其中，民营经济投资 24525.8 亿元，增长 20.1%。

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

截至 2014 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。

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 2014 年 3 月底，公司已形成年产 140 万吨涤纶民用丝、20 万吨涤纶工业丝和 45 万吨聚酯瓶片的生产能力，成为国内最大涤纶长丝生产企业。此外，公司还具有年产 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：2013 年，公司位列民营企业制造业 100 强第 8 位。公司先后被评为“中国化纤行业环境友好企业”、“全国纺织工业先进集体”、“国家火炬计划重点高新技术企业”、“全国企业文化建设先进单位”。

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 140 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。2013年，公司主营业务收入221.36亿元，同比增长5.88%。

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75.45%、2.01%、19.94%和2.60%。

受宏观环境的影响，公司主导产品涤纶长丝价格压力较大。2013年，公司主营业务毛利率为4.25%，较2012年小幅下降。其中，涤纶化纤、纺织织布毛利率降幅较大，受益于煤炭价格的下滑，热电、蒸汽毛利率较上年大幅增长。

2014年1~3月，公司实现主营业务收入53.76亿元，同比增长28.09%。综合毛利率水平较2013年有所回升，为6.39%。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重分别为73.31%、2.34%、20.65%和3.70%，各业务板块对公司的收入贡献较为稳定。毛利率方面，涤纶化纤、纺织织布的毛利率均较2013年有所回升，主要是由于公司产品品质较高，相应的销售价格降幅低于原材料价格降幅。

跟踪期内，公司主营业务收入稳步增长，收入结构变化不大，毛利率有所波动。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（单位：亿元，%）

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
涤纶化纤	164.30	78.59	5.71	167.01	75.45	3.95	39.41	73.31	6.80
纺织织布	5.07	2.43	11.80	4.44	2.01	7.88	1.26	2.34	10.82
产品贸易	33.38	15.96	-0.69	44.15	19.94	0.02	11.10	20.65	0.90
热电、蒸汽	6.32	3.02	18.72	5.76	2.60	43.06	1.99	3.70	26.13
合计	209.07	100	5.23	221.36	100	4.25	53.76	100	6.39

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)
2012 年	131.40	7252	49.68	6773
2013 年	140.07	6949	51.30	6966
2014 年 1~3 月	43.12	5796	16.33	6566

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，采购价格方面，2012年以来，PTA的采购价格持续下滑；2013年MEG的采购价格小幅回升，2014年一季度降幅较大。

3. 产品生产

跟踪期内，公司FDY产能由70万吨/年提高至110万吨/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（单位：万吨）

项目	2011年	2012年	2013年	2014年1~3月
DTY	产能	20	25	25
	产量	20.33	23.14	22.29
	销量	20.60	23.17	22.20
FDY	产能	70	90	110
	产量	52.09	58.07	70.90
	销量	52.69	57.56	69.05
PET	产能	45	45	45
	产量	33.52	48.08	49.57
	销量	30.32	50.29	49.26
工业丝	产能	20	20	20
	产量	14.72	14.18	14.67
	销量	14.74	14.01	15.04

资料来源：公司提供

注：2011年公司FDY产能利用率较低的原因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。

2013年，DTY的产量较2012年小幅下降，其他产品的产量均有所增长，受益于产能扩大，2013年FDY的产量较2012年增长22.09%。2014年1~3月，FDY的产能进一步提高至110万吨/年，在目前行业景气度未出现明显的企稳回升的形势下，公司的产能释放程度或将受到一定的影响。

跟踪期内，公司DTY、PET产能利用率均在80%以上，FDY、工业丝的产能利用率分别为78.78%和73.35%。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97%以上，产销率很高。从销售价格来看，2013年DTY和工业丝与2012年基本持平，FDY和

PET的价格进一步下滑。2013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。2014年一季度，公司产品价格延续下滑态势。

表5 公司产品平均销售价格

价格(含税)	2011年	2012年	2013年	2014年1~3月
DTY(元/吨)	19113	15616	15679.21	14868.58
FDY(元/吨)	16911	14103	13020.45	11345.28
PET(元/吨)	12100	10373	9895.70	8539.94
工业丝(元/吨)	16113	13914	14039.23	13380.10

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98.81%，较去年提高5.55个百分点。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11.28%，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2014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%；2013年前五大客户坯布销售收入占全部收入的比重达51.58%，集中度较2012年有所下滑。

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。

八、财务分析

公司提供的2013年财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准

无保留意见的审计结论。2014年一季度财务报表未经审计。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 319.08 亿元，所有者权益 82.42 亿元（含少数股东权益 18.91 亿元）；2013 年公司实现营业收入 228.49 亿元，利润总额 3.45 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 290.10 亿元，所有者权益 83.72 亿元（含少数股东权益 19.53 亿元）；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 54.63 亿元，利润总额 1.04 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，2013 年，公司实现营业收入 228.49 亿元，同比增长 7.34%；营业成本 216.50 亿元，同比增长 8.37%，略高于营业收入增幅。公司营业利润率 4.90%，较上年下降 1.02 个百分点。

跟踪期内，随着业务规模的不断扩大，公司销售费用、管理费用均有所增长；财务费用由 2012 年 6.51 亿元下降至 3.86 亿元，降幅 40.68%，主要是由于利息收入由 2012 年的 3.27 亿元提高至 2013 年的 6.59 亿元，主要来自于向关联方收取的资金占用费增加。2013 年，公司期间费用合计 9.40 亿元，同比下降 19.86%，占营业收入比重由上年的 5.51% 下降至 4.12%，公司费用控制水平有所提高。

2013 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毛利率降低。2013 年，公司营业利润 2.96 亿元，同比增长 154.03%，利润总额 3.45 亿元，同比下降 7.20%；主要由于 2012 年公司营业外收入较高，主要来自于政府补助的增加，2013 年恢复至正常水平。

从盈利能力指标来看，2013 年，公司总资产收益率为 3.43%，同比下降 0.72 个百分点，净资产收益率为 3.32%，同比增长 0.01 个百分点；公司盈利指标与 2012 年变化不大。

2014 年 1~3 月，公司营业收入 54.63 亿元，同比增长 29.30%，利润总额 1.04 亿元，同比下

降 14.75%，营业利润率 6.89%，较 2013 年提高 1.99 个百分点。

跟踪期内，公司收入规模持续增长，但近年来，受下游需求下降影响，公司主导产品涤纶长丝价格持续下滑，盈利能力快速回落。随着公司新增产能的逐步释放，公司收入规模或将进一步提高。

2. 现金流及保障

2013 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 180.08 亿元，较 2012 年下降 6.17%，与营业收入的波动不一致，主要是由于公司 2013 年较多采用票据结算；经营活动产生的现金流入量为 217.97 亿元，较 2012 年增长 8.70%，主要是由于公司收到其他与经营活动有关的现金较 2012 年大幅增长 349.86%，该科目为收取的银行承兑汇票、国内信用证等，2013 年公司较多采用银行承兑汇票结算。2013 年，公司支付其他与经营活动有关的现金为 25.68 亿元，同比增长 95.47%，主要是公司将收取的银行承兑汇票背书转让给上游供应商。2013 年，公司现金收入比为 78.81%，较 2012 年下降 11.35 个百分点，主要是受票据背书影响。2013 年，公司经营活动现金流量净额较上年大幅下降 81.50%，为 2.34 亿元。

投资活动方面，2013 年，公司投资活动现金流入量为 4.86 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 45.79 亿元，主要为购建固定资产支出和支付其他与投资活动有关的现金（关联方往来款，用于投资项目）。2013 年公司投资活动产生的现金流量净额为 -40.93 亿元。

筹资活动方面，2013 年公司筹资活动现金流入为 204.97 亿元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出为 173.85 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2013 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 31.11 亿元。

2014 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务

收到的现金为 42.00 亿元，现金收入比为 76.89%；经营活动产生的现金净流量 0.76 亿元；投资活动现金流入 11.44 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 15.86 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金，投资活动产生的现金流量净额为-4.42 亿元；公司筹资活动现金流入为 49.83 亿元，主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出为 42.88 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 6.95 亿元。

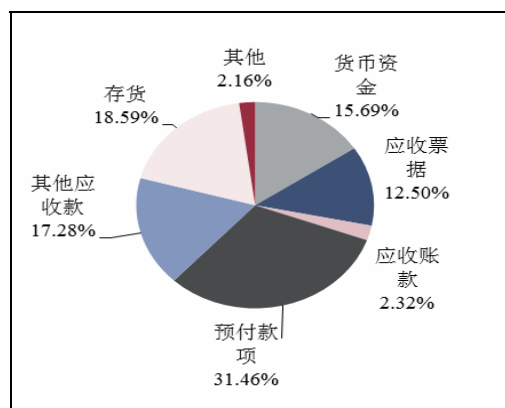
总体来看，公司经营活动现金流入规模逐年增长，但跟踪期内，经营活动现金流量净额降幅较大；受公司产能扩张项目持续推进影响，投资活动现金流表现为净流出，且规模较大；筹资活动产生的现金流规模持续增长以补充资金缺口。跟踪期内，公司经营活动产生的现金流无法满足投资需求，资金较为紧张。考虑到公司产能扩建项目均已建成投产，未来 2~3 年内无重大资本支出，未来融资压力或将有所缓解。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产总额 319.08 亿元，同比增长 27.67%，其中流动资产占 44.13%，非流动资产占 55.87%，以非流动资产为主，公司非流动资产比重较 2012 年提高 18.21 个百分点。

图 4 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司 2013 年审计报告

截至 2013 年底，公司流动资产合计 140.82 亿元，同比增长 9.62%，公司流动资产以货币资金、预付款项、其他应收款、存货、应收票据为主。

截至 2013 年底，公司货币资金 22.09 亿元，同比下降 20.69%，从构成来看，库存现金和银行存款占 20.88%，其他货币资金占 79.12%，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很高。

截至 2013 年底，公司预付款项 44.30 亿元，较 2012 年底下降 0.80%。截至 2013 年底，公司预付款项账龄在 1 年以内的占 97.87%。

截至 2013 年底，公司其他应收款账面余额 24.93 亿元，较 2012 年下降 46.24%。其中，关联方占款约占 65.69%，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。从其他应收款单位来看，关联方占比较高，为 65.30%，存在一定的风险。

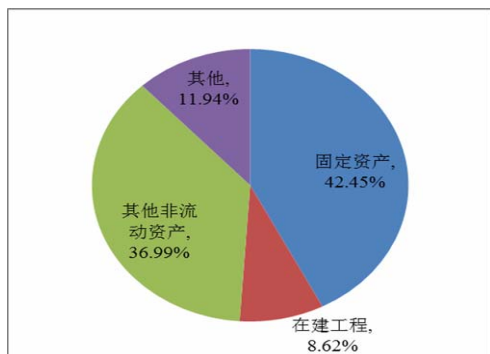
截至 2013 年底，公司存货 26.17 亿元，较上年下降 4.36%，主要是原材料（占 64.71%）、产成品（占 34.36%）、委托加工物资（占 0.02%）、周转材料（占 0.06%）。公司未计提存货跌价准备。近年来原材料价格持续下滑，公司存货跌价风险较大。

截至 2013 年底，公司其他流动资产 3.00 亿元，为公司购买的理财产品。

截至 2013 年底，公司非流动资产合计 178.26 亿元，同比增长 89.39%，主要来自于在建工程、无形资产和其他非流动资产的大幅增长；非流动资产构成主要为固定资产、在建工程和其他非流动资产。

截至 2013 年底，公司固定资产账面原值 122.09 亿元，累计折旧 46.41 亿元，净值合计 75.68 亿元，较上年增长 22.86%。其中，房屋及建筑物占 19.96%，机器设备占 75.17%，运输工具占 4.37%，电子设备占 0.50%。公司固定资产成新率 61.99%，成新率不高。

图5 2013年底公司非流动资产构成



资料来源：公司2013年审计报告

截至2013年底，公司在建工程15.36亿元，较上年增长52.81%，主要来自于对40万吨差别化涤纶纤维（FDY）项目投资的增加。

截至2013年底，公司其他非流动资产65.93亿元，主要为对房地产企业的长期拆借款，其中，拆借给恒力地产大连有限公司34.38亿元、大连港龙地产有限公司16.61亿元、同里湖度假村有限公司2.22亿元、宿迁力顺置业有限公司4.26亿元，均为同一实际控制人名下的关联企业，公司按照每笔拆借资金的融资成本收取资金占用费。考虑到房地产行业受外部经济环境及国家调控政策影响较大，部分区域市场成交量已经明显萎缩，房价已出现下跌趋势，中小型房地产企业资金紧张等因素，公司对房地产公司的长期拆借款存在一定的回收风险。

截至2014年3月底，公司资产总额290.10亿元，较2013年底下降9.08%，其中，流动资产占49.61%，非流动资产占50.39%，流动资产占比较2013年底提高5.48个百分点；其中，其他非流动资产较2013年底下降53.42%，主要是由于公司收回了部分拆借资金。

跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产结构变化较大，非流动资产占比明显提高，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，存货未计提减值准备，跌价风险较大；非流动资产中应收的长期拆借款规模较大，且拆借对象集中于房地产企业，存在一定的回收风险。整体看，公司资产质量

及流动性一般。

所有者权益

截至2013年底，公司所有者权益合计82.42亿元，归属于母公司所有者权益合计63.51亿元，其中实收资本占31.55%，资本公积占32.95%，盈余公积占4.79%，未分配利润占30.70%。公司所有者权益稳定性较强。

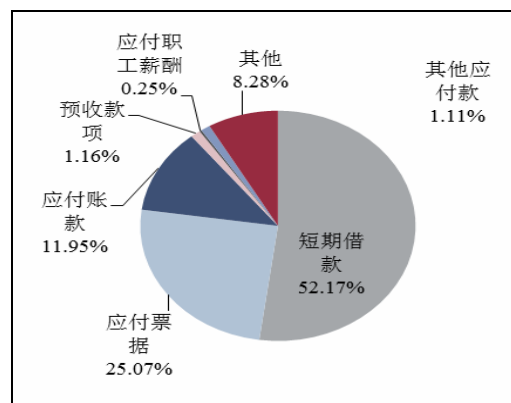
截至2014年3月底，公司所有者权益83.72亿元，其中归属于母公司所有者权益64.19亿元，较2013年底增长1.59%，主要来自于未分配利润的增加。公司所有者权益变化不大。

跟踪期内，公司所有者权益整体呈增长态势，稳定性较好。

负债

截至2013年底，公司负债总额236.67亿元，同比增长39.83%，从构成来看，其中流动负债占86.55%，非流动负债占13.45%。截至2013年底，公司流动负债204.83亿元，较上年增长29.45%，主要由短期借款、应付票据、应付账款组成。

图6 2013年底公司流动负债构成



资料来源：公司2013年审计报告

2013年，随着公司生产经营规模不断扩大，资金需求增加，公司短期借款规模大幅增长，截至2013年底为106.87亿元，较2012年底增长50.75%，其中质押借款占15.70%、抵押借款占18.79%、保证借款占44.93%、信用借款占20.59%。

截至2013年底，公司应付票据51.36亿元，较上年增长10.51%，全部为银行承兑汇票。

截至 2013 年底,公司应付账款 24.48 亿元,较上年增长 32.48%,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 98.38%。

截至 2013 年底,公司非流动负债 31.83 亿元,较上年底增长 189.02%,主要来自长期借款和其他非流动负债的增加。

截至 2013 年底,公司长期借款 14.85 亿元,同比增长 85.07%,其中,抵押借款占 91.82%,保证借款占 8.18%。

截至 2013 年底,公司长期应付款 2.25 亿元,较上年底下降 14.74%,全部为应付融资租赁款。

截至 2013 年底,公司其他非流动负债为 14.21 亿元,全部为基础设施建设补助款(确认为递延收益,计入其他非流动负债)。

跟踪期内,公司债务规模增幅较大,截至 2013 年底,公司债务规模为 193.30 亿元,同比增长 34.06%,其中,短期债务占 91.15%,长期债务占 8.85%,短期债务占比偏高。

截至 2013 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 74.17%、70.11%,长期债务资本化比率较上年有所提高,为 17.19%,公司债务负担明显加重,尤其是短期偿付压力大。

截至 2014 年 3 月底,公司负债总额 206.37 亿元,较 2013 年底下降 12.80%,主要来自于短期借款和应付账款的减少,其中流动负债占比 84.58%,非流动负债占比 15.42%,流动负债占比有所下降。

截至 2014 年 3 月底,公司全部债务 177.99 亿元,较 2013 年底下降 7.92%,主要来自于短期借款的减少。

跟踪期内,公司债务规模增幅较大,债务负担明显加重,尤其是短期偿付压力大。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看,2013 年公司流动资产同比下降,流动负债同比大幅增长,流动比率和速动比率均有所下滑,分别为 68.75%和

55.97%。2014 年 3 月底,两项指标有所回升,分别为 82.46%和 66.87%。总体考虑公司流动资产质量及流动性来看,公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力指标看,2013 年,公司实现 EBITDA18.71 亿元,同比增长 1.63%。EBITDA 利息倍数从 2012 年的 2.78 倍降至 2.44 倍;全部债务/EBITDA 倍数从 2012 年的 7.83 倍上升至 10.33 倍。总体看,公司 EBITDA 对全部债务及利息的保障能力有所下滑。公司长期偿债能力偏弱。

截至 2014 年 3 月底,公司对外担保 87.11 亿元,担保比率为 104.05%,担保比率很高,且被担保客户均为同一实际控制人名下企业。其中,对恒力石化(大连)有限公司(以下简称“恒力石化”)的担保金额为 73.30 亿元,其中,48.30 亿元为对恒力石化的项目贷款的担保,目前该笔贷款已经由恒力石化以自有设备作抵押担保。

表 6 2014 年 3 月底公司主要担保客户(单位:万元)

被担保人	担保金额	担保期间	保证方式
江苏德顺纺织有限公司	27000	2013.6~2014.6	连带担保
	15000	2013.12~2014.12	连带担保
江苏德华纺织有限公司	32800	2013.12~2014.12	连带担保
恒力石化(大连)有限公司	483000	2011.3~2020.3	连带担保
	130000	2013.9~2014.12	连带担保
	120000	2014.1~2015.1	连带担保
吴江化纤织造厂有限公司	36300	2013.5~2014.5	连带担保
	27000	2013.9~2014.9	连带担保
合 计	871100	--	--

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。其中,担保对象恒力石化主要从事 PTA 业务,2013 年净利润为-15.64 亿元,亏损较为严重。综合考虑,公司或有负债风险较大。

截至 2014 年 3 月底，公司已获得授信总额 191.85 亿元，其中未使用额度 67.57 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》，截至 2014 年 5 月 20 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。

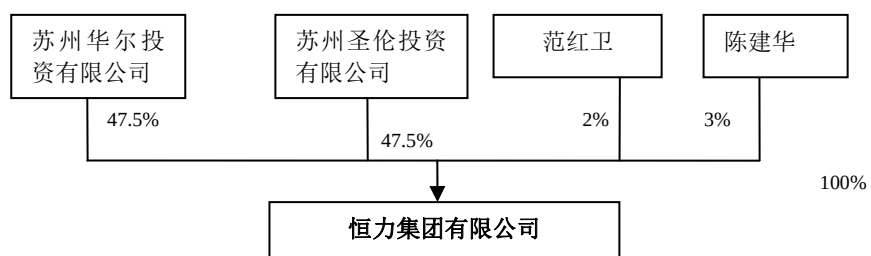
九、债券偿债能力

截至 2014 年 3 月底，公司现金类资产合计 42.51 亿元，扣除受限资金后为 25.21 亿元，为一年内到期待偿还债券（“13 恒力集 CP002”和“14 恒力集 CP001”）本金总额的 1.68 倍。2013 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 14.53 倍和 0.16 倍；公司 EBITDA 为待偿还债券本金的 1.25 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。

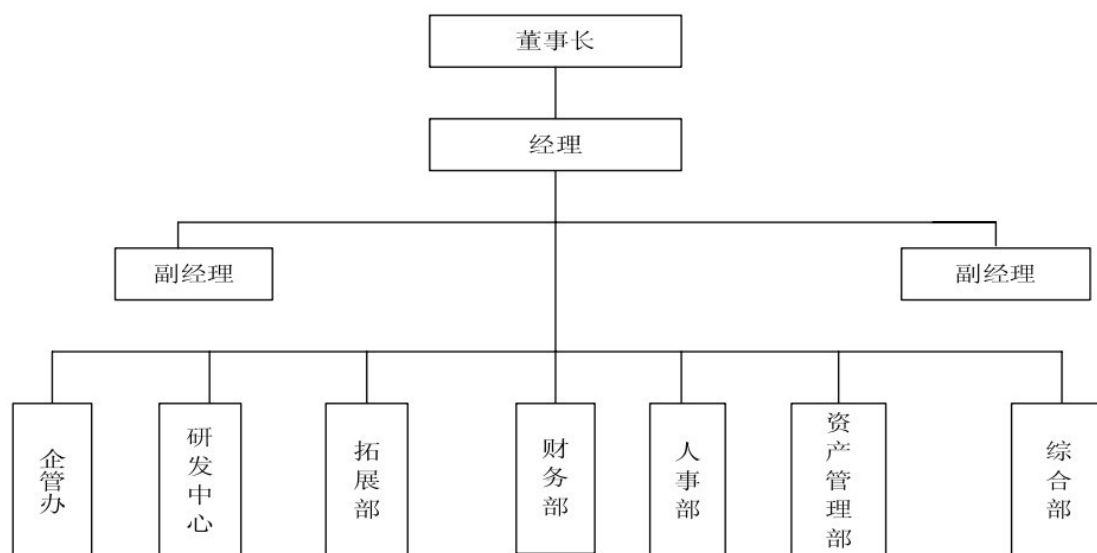
十、结论

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“13 恒力集 CP002”和“14 恒力集 CP001” A-1 的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织机构图



附件 3 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	40.06	35.79	39.70	42.51
资产总额(亿元)	224.50	249.94	319.08	290.10
所有者权益(亿元)	77.70	80.68	82.42	83.72
短期债务(亿元)	94.43	133.52	176.20	160.89
长期债务(亿元)	19.93	10.67	17.10	17.10
全部债务(亿元)	114.35	144.19	193.30	177.99
营业收入(亿元)	197.96	212.86	228.49	54.63
利润总额(亿元)	13.49	3.72	3.45	1.04
EBITDA(亿元)	25.50	18.41	18.71	--
经营性净现金流(亿元)	3.99	12.67	2.34	0.76
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.63	15.19	14.52	--
存货周转次数(次)	7.79	7.53	8.09	--
总资产周转次数(次)	0.96	0.90	0.80	--
现金收入比(%)	86.45	90.16	78.81	76.89
营业利润率(%)	11.48	5.92	4.90	6.89
总资本收益率(%)	8.20	4.13	3.43	--
净资产收益率(%)	13.93	3.31	3.32	--
长期债务资本化比率(%)	20.41	11.68	17.19	16.96
全部债务资本化比率(%)	59.54	64.12	70.11	68.01
资产负债率(%)	65.39	67.72	74.17	71.14
流动比率(%)	111.38	98.47	68.75	82.46
速动比率(%)	91.08	81.17	55.97	66.87
经营现金流动负债比(%)	3.15	8.00	1.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.88	2.78	2.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.48	7.83	10.33	--

注：公司 2014 年一季度数据未经审计。

附件 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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
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 5 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。

附件 6 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