

信用等级公告

联合[2013] 943 号

联合资信评估有限公司通过对恒力集团有限公司信用状况进行综合分析 and 评估，确定

恒力集团有限公司
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年七月十八日



恒力集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

评级时间: 2013 年 7 月 18 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
资产总额(亿元)	186.35	224.50	249.94	238.60
所有者权益(亿元)	45.70	77.70	80.68	81.99
长期债务(亿元)	6.71	16.90	8.02	28.52
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	18.41	--
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	--

注: 2013 年一季度财务数据未经审计。

分析师

史 延 祁志伟

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

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”)的评级反映了其作为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。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。

聚酯瓶片项目已于 2011 年投产,公司产业链得以横向延伸和拓展,有利于分散公司经营风险;即将投产的 40 万吨差别化纤维有助于公司巩固在民用丝行业中的规模优势和综合竞争力。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,民用丝产能 90 万吨、工业丝产能 20 万吨,规模优势明显。
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. 2012 年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下滑。
2. 公司债务负担较重,短期债务规模较大,存在一定的短期偿债压力。
3. 公司其他应收款规模较大,占比较高,关联企业占用资金较多。
4. 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,存在较高的或有负债风险。

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（以下简称“联合资信”）与恒力集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评估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、联合资信与评估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、恒力集团有限公司主体长期信用等级自 2013 年 7 月 18 日至 2014 年 7 月 17 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内恒力集团有限公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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。

二、宏观经济和政策环境分析

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。

三、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

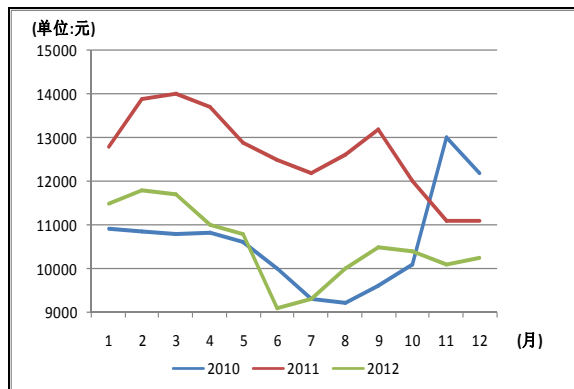
品的包装（约占整个聚酯瓶片用量的 50%以上），还延伸到医药、农药、化妆品包装等领域，例如可乐、矿泉水等软饮料包装瓶，以及食用油、酱、醋等包装瓶和包装片材等。鉴于聚酯瓶片能够较好地替代 PVC、铝材和玻璃等传统的包装材料，更是在诸多包装材料领域得到了广泛的应用，发展潜力很大，已成为聚酯链产品中增长速度最快的大类。最近几年，全球聚酯瓶片产能及市场需求增长率稳定保持在 15%以上，随着产品开发和技术改进，其在整个聚酯链产品中所占的比重还将继续上升。

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。

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 年全年国内聚酯长丝实现产量 2155.21 万吨，同比增长 12.17%，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。

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

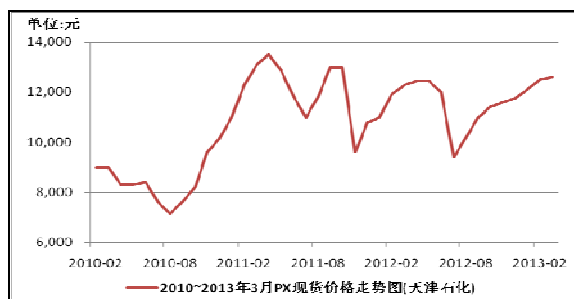
(1) 上游石化行业

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 and 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 价格有下跌趋势。

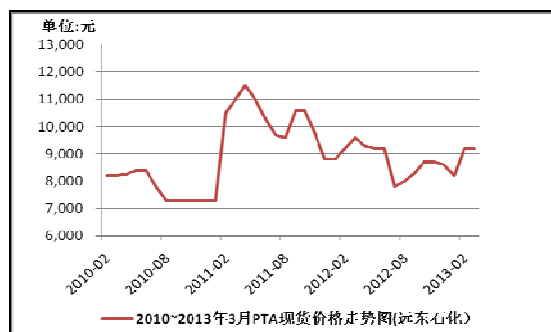
图 2 2010~2013 年 3 月 PX 现货价格走势



资料来源：WIND 资讯

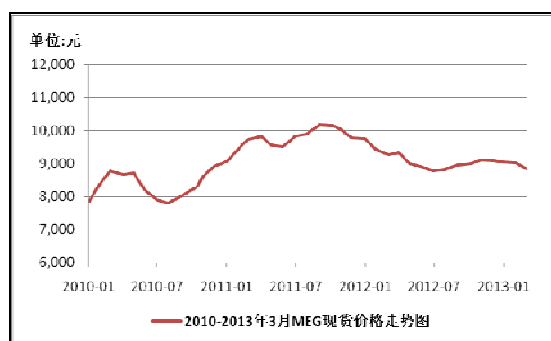
2012 年，中国 PX 总产能在 1000 万吨以上，新增产能 200 万吨以上，扩产幅度约 20%。同期 PTA 新增加产能达到了 1250 万吨，总产能接近 3300 万吨，增幅达到 61%。PX 的扩产速度远逊色于 PTA 对其的需求增速，因此，PX 在很大程度上抑制着 PTA 实际产能的释放。资源的稀缺性导致石化产品的国际投机活动对原料市场的炒作，进一步导致聚酯行业主要原材料 PTA 和 MEG 的价格频繁波动，从而增加了业内企业对原材料价格的判断难度，加剧企业的生产经营风险。

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

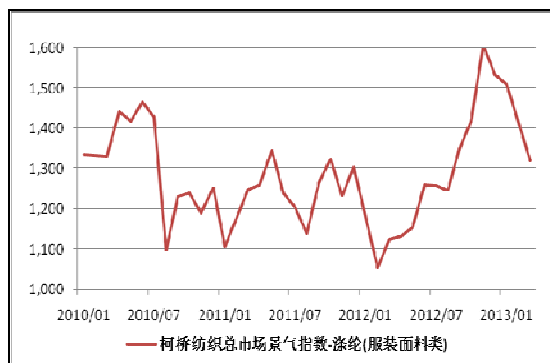
中国的 PTA 等原料生产曾长期由石化系统国企垄断，基于体制和历史原因，许多企业运营效率较低，制约了聚酯链行业的整体发展。随着近年来相关政策放宽，其它投资主体逐渐进入到聚酯原料生产领域，从长期看有利于全行业加强成本控制和提高经营水平。经过近两年的大幅扩产，现阶段国内 PTA 产能处于阶段性过剩，MEG 的情况相对稳定，价格变化较为平滑。目前，国内的产能结构已从早先的 PTA、MEG 原料瓶颈上移至 PX 制约，行业利润空间上移，原料需求缺口发生结构性变化。国内石化行业不能提供充足的供应，原料对外依存度较高。从上游行业分析，原料价格的极度不稳定，已成为国内聚酯链行业发展的重大问题。

（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

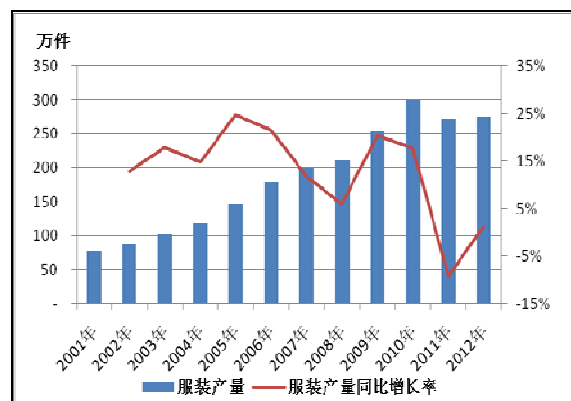
品牌建设方向转变。2008年起,金融危机对实体经济的冲击以及各种贸易壁垒的威胁,使纺织行业陷入低迷。外贸环境的不稳定易造成聚酯纤维行业需求的不确定,行业风险加剧。根据柯桥纺织总市场景气指数(涤纶)报告显示,2010年纺织行业景气指数有所提高,2010年6月~2012年2月,指数剧烈震荡;2012年2季度至2013年底,指数一度冲高至1600点,但2013年1季度指数急剧回落。中国纺织工业协会的相关数据也表明,2012年纺织行业经济开始复苏,亏损企业减少,亏损额大幅下降,效益大幅提升。2012年,规模以上纺织企业工业增加值同比增长12.30%,工业总产值达到5.78万亿元。2012年,纱产量同比增长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乐、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。

四、基础素质分析

1. 产权关系

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. 企业规模与竞争实力

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：2012 年，公司位列百强民营企业第 25 位，中国企业 500 强第 196 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 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。

3. 人员素质

截至 2013 年 3 月底，公司高层管理人员 6 人，平均年龄 48 岁。

公司董事长陈建华先生，现年 42 岁，高级经济师职称，历任吴江化纤织造厂厂长，江苏省工商联副会长、苏州市人大代表、吴江市纺织商会会长等职务。陈建华先生熟悉国家和地方纺织化纤行业相关政策和法规，在企业生产管理方面经验丰富，具有较强的组织能力和开拓创新意识。

公司董事兼总经理范红卫女士，现年 46 岁，经济师职称，历任吴江化纤织造厂副厂长，公司董事等职务。范红卫女士在企业财务管理、营销管理方面有丰富的经验。公司其他高层管理人员也都在国内外知名化纤企业工作多年，业务素质较高，管理经验丰富。

截至 2013 年 3 月底，公司在职工共计 19383 人，从教育背景来看，本科及以上学历占 18.25%，大专占 23.21%，高中及中专占 50.02%，初中及以下学历占 8.52%；从岗位构成来看，管理人员占 1.74%，研发人员占 2.93%，生产人员占 91.65%；从年龄构成看，30 岁以下占 61.69%，30~50 岁占 37.82%，50 岁以上占 0.50%；公司现有中级以上职称人数

超过 300 人，其中高级职称 62 人，外籍专家 42 人。

总体看，公司高管人员专业素质较高，管理经验丰富；公司员工结构符合行业劳动密集型企业的一般特点。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。

4. 技术装备、研发及节能环保

在聚酯装备方面，公司现有八套从德国吉玛公司引进的 20 万吨聚酯生产装置，年产聚酯熔体能力 165 万吨，该装置技术处于国内先进水平，并采用美国 Emerson 公司 Deltav 控制系统对生产过程集中控制。同时，公司生产长丝的 3444 个直纺纺位装置全部从德国巴马格公司及日本 TMT 公司引进。

在科研和新品开发方面，公司取得了较多的成果：公司先后主持、参与制修订有关涤纶低弹丝、涤纶长丝拉伸性能试验方法、涤纶牵伸丝、化学纤维长丝热收缩率实验方法、纤维级聚酯切片试验方法、长丝取样方法等的 6 项国家标准。2012 年，公司自主研发的聚酯纤维关键技术获得国务院颁发的“国家科技进步奖”。截至 2013 年 3 月底，公司已拥有 66 项国家授权专利，其中取得 5 项发明专利，61 项实用新型专利。

5. 环境保护

在环境保护方面，公司高度重视环境保护工作，先后被评为“中国化纤行业环境友好企业”、“江苏省环境友好企业”，2011 年，恒力化纤入选国家首批“资源节约型、环境友好型”创建试点企业名单，成为江苏省唯一入选的纺织化纤企业。2012 年，公司被授予“全国节能先进集体”称号。公司投入巨资建成中水回用工程、沼气回收工程，有效地将生产过程中产生的废水、沼气等排放物回收利用，取得了良好的节能减排效果。

6. 外部环境

公司地处吴江区盛泽镇，距离上海内翼重

要港口太仓港仅 75 公里，毗邻京杭运河和苏沪杭高速，水陆交通发达。

吴江地区是全国织造无梭织机化程度最高的地区之一，是国内最大的织造业基地，产品远销 80 多个国家和地区。盛泽的中国东方丝绸市场，已成为中国化纤薄型织物最大的集散地和价格形成中心。

吴江地区已形成集化纤产品研发、生产、市场、物流、服务为一体的完善产业链，这使得该地区化纤生产企业的生产成本相对较低，企业的竞争力较强。

在政策扶持上，2009 年 6 月苏州市印发了计划期为 2009~2011 年的《苏州市纺织工业调整振兴计划》，公司位列骨干企业第二位。振兴计划重点项目中包括了公司子公司恒力化纤实施的差别化涤纶工业纤维，功能性、差别化天然纤维的研发及生产线改造等重点项目。

在税收优惠方面，公司已于 2009 年度获得高新技术企业认定（三年审核一次），并且已于 2012 年通过复审，目前公司按 15% 的优惠税率计缴企业所得税，同时仍继续享受国产设备投资抵免企业所得税。

总体看，公司涤纶长丝生产规模位列全国第二、规模优势较为明显，且产品质量好、品牌知名度高，具有较强的竞争优势；生产技术和装备在同行业中处于领先水平；公司所处地区产业集群化程度高，交通便利，生产成本低，国家和苏州市地方产业政策对行业扶持力度较大。综合看，公司在国内化纤行业领域综合竞争实力强。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《公司章程》等有关法规的要求，逐步建立了现代企业制度，不断完善法人治理结构。公司设有股东大会、董事会、监事会和经理层。股东大会是公司最高权力

机构，董事会由公司股东大会选举产生，是生产经营的决策机构。目前董事会由 3 名成员组成，设董事长 1 人。公司设监事 1 人，由全体股东选举产生，对公司的财务、董事及经营者的行为发挥监督作用。公司的管理层设总经理 1 人，负责公司生产经营管理工作，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。公司下设工程师、会计师，由法定代表聘请，在总经理领导下开展工作。

2. 管理水平

公司根据国家相关政策法规，结合自身实际情况，制定并不断完善对财务管理、质量管理、担保管理、安全生产管理及人力资源管理等一系列的内部控制制度。

在财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》、《审批权限规定》等财务规章制度，以完善公司的内部控制体系。其中《财务管理制度》明确了公司财务部门的职责与财务工资的流程，要求建立财务的内部稽核制度，并做好内部审计；明确了公司支票业务和现金业务的操作流程、相关人员的作业准则及审批权限。

《审批权限规定》规范了公司内部费用、资金借贷、重大的资本性支出等各种财务事项的审批制度，公司对超过公司净资产 5% 以上的资本性支出需经董事会同意方可开展。公司通过财务规章制度的建立，保证了公司财产安全、资源合理运用，有效控制了财务风险，提高了资本经营效益。

在质量环境管理方面，公司已建立了质量环境管理体系，对产品实行条形码追踪管理；各生产环节均有相应的安全生产手册和应急预案措施；公司采购、销售、财务等部门实行 ERP 管理体系。此外，公司还全面推行“整理、整顿、清扫、清洁、修养” 5S 管理办法，以保证安全生产，提高工作效率。2008 年，公司先后通过了 ISO9001：2000 质量管理体系、ISO14001：2004 环境保护管理体系和 ISO10012 计量管理体系认证。

在担保管理方面，公司制定了《资金管理与担保规定》，该度规定明确指出：为了降低风险，公司一般不提供对外担保，确因特殊需要的，须报公司财务部及总经理审核后报董事长批准。

在人力资源管理方面，公司对所属部门的人事工作进行管理、协调、指导和监督，对部门经理实行对外招聘制，部门经理按人事管理权限负责本部门的人事工作。公司的控股子公司按公司法、公司章程建立执行董事、执行监事、经理班子组成的组织架构，公司通过商定，对其公司控股子公司委派执行董事。同时，公司根据员工实际工作能力评定岗位，并推行全员普遍执行的契约关系，从而增加了员工对企业的忠诚度，有效地避免了家族式企业在人力资源、激励机制等方面存在的弊端。

安全生产管理方面，公司制定了《安全生产管理制度》、《生产管理制度》等系列制度及管理办法。公司施行安全生产责任制，层次签订到人；安全管理部门二十四小时不间断巡查

生产区。

总体看，公司目前已初步建立了适合自身现阶段发展需要的企业治理结构及各项管理制度。但目前，公司运作过程中未实现所有权和经营权的分离。

六、生产运营

1. 经营现状

近年来，公司主营业务收入实现快速增长。从主营业务收入构成看，公司目前主要从事化纤涤纶丝的生产销售，产品涵盖 PET、FDY、DTY 及 POY（POY 为半成品，主要用于加工 DTY，对外销售量较少）等。

随着公司产销规模的扩大，2010~2012 年，公司销售收入逐年上升，年均增幅 44.03%，利润总额波动下降，年均降幅 47.09%，主要是 2012 年公司主导产品涤纶化纤毛利率水平大幅下降导致当期利润规模较 2011 年大幅下滑。

表 2 2010~2013 年 3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2010 年			2011 年			2012 年			2013 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	收入	占比	毛利率
涤纶化纤	89.38	89.41	18.56	163.24	84.71	12.22	164.30	78.59	5.71	33.40	82.73	4.40
纺织织布	4.15	4.15	10.55	4.38	2.27	10.18	5.07	2.43	11.80	1.30	3.21	16.59
产品贸易	0.35	0.35	8.05	0.94	0.49	5.67	33.38	15.96	-0.69	3.86	9.56	0.05
热电、蒸汽	6.08	6.09	5.65	5.91	3.07	7.58	6.32	3.02	18.72	1.82	4.50	23.02
其他	--	--	--	18.23	9.46	0.45	--	--	--	--	--	--
合计	99.97	100	17.41	192.71	100	10.89	209.07	100	5.23	40.38	100	5.22

资料来源：公司提供

注：2011 年公司本部的贸易计入其他收入，2012 年起计入产品贸易收入；其他收入主要是副产品以及边角料等的销售收入。

从收入结构来看，2010~2012 年，涤纶化纤对公司的收入贡献约在 80%左右，利润贡献约在 85%以上，总体来看，涤纶化纤是公司收入和利润的主要来源。产品贸易板块和热电、蒸汽板块均为涤纶化纤的配套业务，纺织织布为涤纶化纤下游，经营主体为江苏博雅达纺织有限公司和吴江华俊纺织有限公司，产品贸易为公司采购原材料（PTA、MEG）的配套业务；

热电、蒸汽板块主要为涤纶化纤生产提供电力和蒸气。

受益于 20 万吨工业丝产能的逐步释放，2010~2012 年，公司涤纶长丝收入逐年增长，复合增长率 35.58%；同期，受纺织行业景气度影响，涤纶长丝下游需求萎靡，公司采取以价格换市场的营销策略，致使涤纶化纤板块毛利率水平大幅下降。

其他业务方面，公司坯布收入规模和毛利率水平较为平稳；电力蒸汽板块近三年收入保持稳定，受煤炭价格下降，电价上升等因素的影响，毛利率水平逐年提高；产品贸易板块近三年收入规模逐年提高，主要是公司 2012 年公司将部分贸易收入由其他收入转计入产品贸易板块所致，2012 年该板块毛利率为负，主要是 2012 年以来，原材料 PTA、MEG 价格持续走低所致。

2013 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 40.38 亿元，占 2012 年全年的 19.31%。综合毛利率水平与上年持平，为 5.22%。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 82.73%、3.21%、9.56% 和 4.50%，涤纶化纤板块对公司收入贡献较 2012 年有所提高。

总体看，涤纶丝板块收入规模保持较快增长，但近年来受欧债危机影响深化以及国内经济增速放缓的双重影响，下游需求及涤纶化纤价格持续回落，板块毛利率呈快速下滑态势，面临一定的经营压力。公司盈利能力受外部环境影响较大。

2. 原料采购

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。

公司设置集体采购中心，统一采购，统一控制成本。公司采取市场化模式运作，定期采用“供应商招标制”的方式，实行“同等价格比质量，同等质量比价格”的原则，与各供应商保持紧密联系，及时掌握其生产经营信息，确保公司能够获得质量可靠、价格合理的原料。同时公司与部分主要原料供应方建立了紧密的战略联盟关系，通过合约方式在一定时期内锁定供应价格，共同应对价格波动风险，部分降低了原料价格波动对公司生产经营的影响。

表 3 公司近年原材料采购情况

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

近年来，随着公司生产规模的扩大，原材料采购量逐年增长；采购价格方面，2010~2012 年，PTA、MEG 采购价格波动较大，2012 年同比降幅分别为 13.56%和 14.45%；2013 年 1~3 月，原材料采购价格有所回升。2013 年，公司部分 PTA 原材料从同一控制人关联公司恒力石化采购，公司从恒力石化采购均价为 7489.93 元/吨，从其他供应商处采购均价为 7572.14 元/吨，二者差别不大。公司与恒力石化的购销活动均按产品的市场价格进行。

表 4 2012 年公司主要原料采购情况

PTA			MEG		
供应商	金额 (亿元)	占比 (%)	供应商	金额 (亿元)	占比 (%)
华瑞集团	8.63	10.42	SAPP	7.71	26.40
全利贸易	8.18	9.89	南亚塑胶	7.27	24.89
百莱贸易	7.85	9.49	中国石油	3.34	11.42
东方恒久	7.73	9.34	宏丰公司	3.20	10.94
恒力石化	6.51	7.86	台湾纤维	2.37	8.12
合计	38.90	47.00	合计	23.89	81.77

资料来源：公司提供

注：SPAA 全称为 SABIC ASIA PACIFIC PET LTD.

公司原料采用长单与现货相结合的方式采购，其中 MEG 基本全部采用合约采购，并以信用证方式结算，同时 50%的 PTA 通过合约采购，其余部分采用现货采购的方式进行补充。公司 PTA 长单以国内采购为主，根据采购合同规定，每月 5 号上游供应商制定当月的 PTA 牌价（即 3 个月承兑汇票指导价），并于当月 25 号根据市场平均价进行结算。同时，在保证每月一次的采购批量前提下，公司还能获得约 1% 的价格折扣。

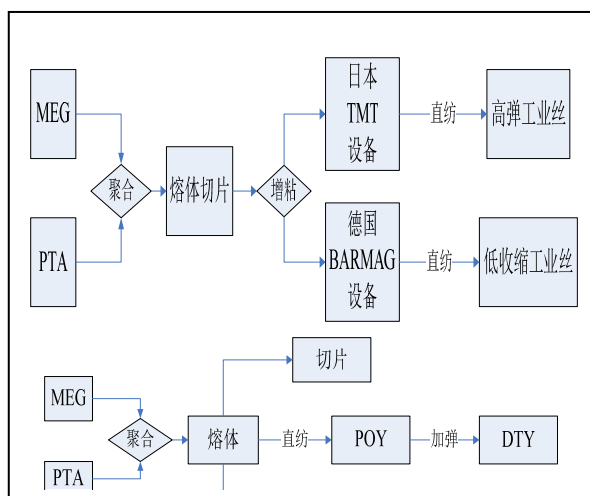
总体看，PTA、MEG 等原材料价格震荡上行，公司面临较大的成本压力。但随着 2012 年

以来国内 PTA 产能的快速扩张，未来公司对 PTA 的议价能力将有所增强。

3. 产品生产

公司涤纶长丝生产主要是将 PTA 和 MEG 经高温聚合反应生成聚酯，聚酯熔体再通过熔体直纺和切片纺两种生产工艺加工成各类化纤产品，其生产工艺流程参见下图。

图 7 公司产品生产工艺及流程



资料来源：公司提供

生产设备方面，公司现有八套从德国吉玛公司引进的 20 万吨聚酯生产装置，是目前国内乃至世界上最先进的聚酯生产装置，年产聚酯熔体能力 165 万吨，其中年生产能力 20 万吨工业丝生产装置 1 套。公司为聚酯生产设备配套的生产长丝产品的直纺纺位装置均从德国巴格玛公司及日本 TMT 引进，共计 3444 个，生产能力居全国化纤行业前列。

除采用先进工艺流程和设备，保证产品竞争力外，公司还聘请德国和日本等国家化纤行业方面的资深专家，组成专家顾问团，从事技术指导，管理咨询，新产品开发，工艺改进方面的工作，从而对提升公司产品差别化率和产品品质起到积极作用。

表 5 2010~2013 年 3 月底公司产品产能及产销情况
(单位：万吨)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1~3 月
DTY 产能	20	20	25	25

	产量	18.10	20.33	23.14	5.61
	销量	18.17	20.60	23.17	4.61
FDY	产能	40	70	70	70
	产量	31.51	52.09	58.07	15.07
	销量	31.20	52.69	57.56	11.74
	产能	--	45	45	45
PET	产量	9.53	33.52	48.08	11.57
	销量	9.38	30.32	50.29	8.94
工业丝	产能	20	20	20	20
	产量	13.72	14.72	14.18	3.65
	销量	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。

2011 年，随着江苏恒力化纤股份有限公司 20 万吨 FDY 和江苏德力化纤有限公司 10 万吨 FDY 的投产，公司民用丝产能合计增加 30 万吨，产能优势得到进一步巩固；在民用丝产能增长的同时，同年，公司 45 万吨聚酯瓶片项目投产。2012 年，公司 DTY 产能扩大至 25 万吨。受益于产能规模的扩大，2010~2012 年，公司 DTY、FDY、PET 产量逐年提高，产能利用率均在 80%以上。目前，公司主要产品产能释放情况较为充分，采取横向拓展产业链的策略能够从一定程度分散经营风险。

总体来看，公司生产工艺成熟，生产设备先进，产能利用率较高，整体处于生产经营运转状态，考虑到目前化纤行业下游需求萎靡，行业产能处于相对过剩状态，短期内难有明显改善，公司未来生产或将受到一定负面影响。

4. 产品营销

公司销售全部采取直销模式，该模式有利于掌握最终用户实时动态，实施数据库行销，实施零库存战略，达到产销平衡，同时避免在销售环节受制于销售量较大的经销商，最大限度的减少存货跌价损失。

从目前的销售形势来看，公司核心产品受市场欢迎程度高，直销模式取得了良好的营销效果。从产销率情况来看，2010~2012 年公司民用丝产销率维持较高水平；2010 年因工业丝由于正处于培育阶段，产销率相对较低，2011

年以来，随着市场认知度的逐步提升；2012 年 1~3 月，受行业季节性影响，产销率水平偏低。

表 6 公司近年来产销情况

产销率(%)	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月
DTY	100.39	101.33	100.13	82.17
FDY	99.02	101.15	99.12	77.90
PET	98.43	90.45	104.60	77.27
工业丝	85.86	100.14	98.80	89.32

资料来源：公司提供

受下游需求变化及原材料价格波动的影响，2010~2012 年，公司产品价格波动较大。2011 年，公司主要产品价格同比虽保持增长态势，但增幅较原材料采购价增幅小；2012 年，公司主要产品价格较上年大幅下降，下降幅度大于原材料价格的下降幅度，公司向下游客户转移成本的能力不强，议价能力偏弱。2013 年一季度，公司产品销售价格整体有所回升。

表 7 2010~2013 年 1-3 月产品平均销售价格

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

从销售区域看，公司产品销售以内销为主，2012 年内销占比为 93.64%，其余产品外销至韩国、土耳其、印度、日本、德国、瑞典等国家和地区。

公司主要客户集中在以江浙沪经济圈为中心的东南部沿海地区，该区域纺织企业众多，产业集聚优势明显。从 2012 年公司前五大客户情况看，2012 年公司对前五大涤纶化纤客户的销售额合计为 9.47 亿元，约占公司营业收入的 5.78%，公司销售客户集中度低。同时考虑到公司现有客户总数接近 4000 个，因此在现行直销模式下，公司客户分散，单个客户对公司的影响小。

表 8 2012 年公司产品销售前五名客户情况

(亿元、%)

客户名称	销量金额	占比
北京中纺物产原材料有限公司	3.52	2.15
珠海裕华聚酯有限公司	2.64	1.61
Samsung corporation(SELWV)	1.01	0.62
泉州海天材料科技股份有限公司	0.85	0.52
江苏德顺纺织有限公司	1.45	0.88
合计	9.47	5.78

资料来源：公司提供

从产品结算方式上看，为应对下游需求低迷的形势，公司根据下游客户情况采用较为灵活的结算方式，从目前的情况看，现款、银行承兑汇票以及信用证的使用比例为 10%、40% 和 50%。

总体看，公司产销率水平较高，客户集中度较低，但议价能力偏弱，整体销售情况良好。2012 年以来，化纤行业景气度低迷，公司主导产品涤纶长丝下游需求大幅下滑，公司采取利润换市场的营销策略，2012 年增收不增利。

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。公司坯布生产的原料 DTY 及 FDY 部分通过内部采购（向江苏恒力化纤股份有限公司采购），其余通过市场采购。内采价格及外采价格均按市场价格进行。公司坯布销售以直销为主，其比例约为 80%；2012 年前五位客户坯布销售收入占全部收入的比重达 71.67%，集中度高，并以国内市场为主。

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。

6. 经营效率

公司近三年通过经营规模扩大、产能扩建以及股东增资，从而使得资产总额和所有者权益实现较快增长，分别年复合增长 15.81%和 32.87%。

2010~2012 年，公司存货周转次数波动增长，三年均值为 7.20 次，2012 年为 7.52 次；公司销售债权周转次数较为稳定，三年均值为 14.40，2012 年为 15.19 次；同期，公司总资产周转次数波动增长，2012 年为 0.90 次。

总体上，公司整体经营效率正常。

7. 未来发展

未来两年，公司的投资规划为江苏恒科新材料有限公司（以下简称“江苏恒科”）40 万吨（2×20 万吨）差别化涤纶长丝项目。项目利用公司现有技术力量及企业品牌，面向高端客户，生产复合型、超细旦、功能性和产业用原料，产品不仅可制成各种新颖的仿真丝绸，具有保暖、不发霉、无虫驻、质轻、防水等优良特性，同时还可推广阻燃、吸湿排汗等功能性原料，以促进纺织行业产业升级。该项目已经江苏省发展和改革委员会《苏发改工业发[2011]1774 号》文件批准，总投资 38.00 亿元，其中，公司自筹 17.5 亿元，其余 20.5 亿元通过银行贷款解决。截至 2013 年 3 月底，该项目已投资 18.67 亿元，第一条 20 万吨生产线已经于 4 月下旬投产，第二条生产线预计将于 2013 年 11 月投产。根据可研报告，两期项目完全投产后可新增销售收入 75 亿元，新增利润 7.20 亿元。

总体看，公司重大规划项目的建设有利于进一步巩固公司在国内民用丝市场的规模优势，同时项目定位于复合型、功能性高档产品，避免了与普通民用丝的低水平竞争，未来新项目投产后预计将有较好的市场前景及经济效益，但项目总体设计产能规模较大，市场消化需要一定的过程，且化纤行业属于强周期性行业，产品价格波动会对经济效益产生决定性影响。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2008~2010 年三年连审财务

数据以及 2011 年和 2012 年财务数据已经南通万隆会计师事务所有限公司审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2013 年一季度财务数据未经审计。从合并报表范围变化情况看，2010 年，原子公司吴江云豪织造有限公司因股权转让故不再纳入合并范围；2011 年，公司新增合并范围子公司 3 家，但因新增合并范围子公司规模较小，对合并财务报表影响较小，财务报表的可比性较强。2012 年合并范围未发生变化。

以下财务分析，以 2010~2012 年财务数据为主，2013 年一季度财务数据为补充。

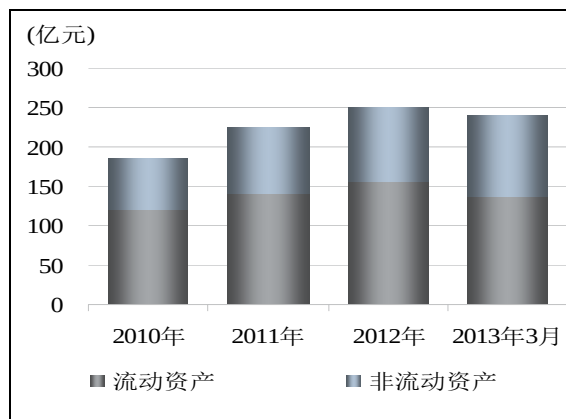
截至 2012 年底，公司（合并）资产总额 249.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益 18.76 亿元）80.68 亿元；2012 年公司实现营业收入 212.86 亿元，利润总额 3.72 亿元。

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。

2. 资产质量

2010~2012 年，受益于经营规模的不断扩大，公司资产总额逐年增长，年均增速 15.81%。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%。公司资产以流动资产为主。

图 8 2010~2013 年 3 月底公司资产结构情况

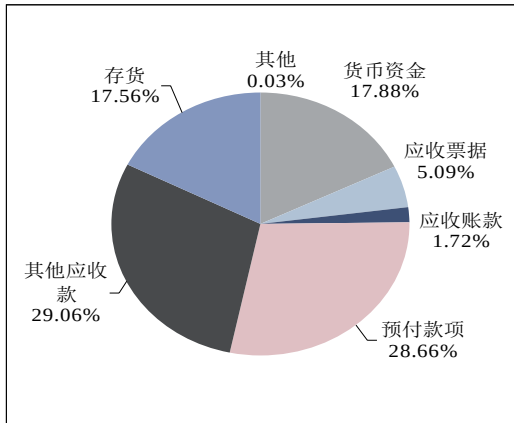


资料来源：根据公司财务报表整理

流动资产

近三年，公司流动资产年复合增长 13.86%，增长主要来自预付款项和存货的增长。截至 2012 年底，公司流动资产合计 155.81 亿元，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9 2012年底公司流动资产构成情况



资料来源：根据公司财务报表整理

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 9 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

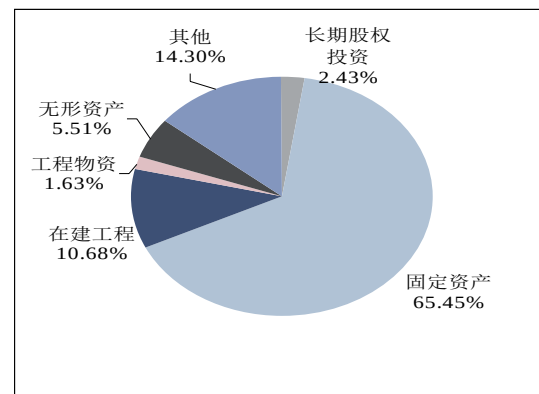
截至 2012 年底，公司存货 27.37 亿元，较上年增长 6.44%，主要是原材料（占 76.05%）、产成品（占 23.73%）、委托加工物资（占 0.13%）、周转材料（占 0.09%）。公司未计提存货跌价准备。公司原材料 PTA 和 MEG 价格波动频繁，存在一定的跌价风险。

非流动资产

近三年，公司非流动资产年复合增长率 19.27%，主要来自固定资产的增长。截至 2012 年底，公司非流动资产合计 94.12 亿元，构成主要以固定资产和在建工程为主。

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 10 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，较上年底增长 101.76%，全部为土地使用权。

截至 2013 年 3 月底，公司资产总额 238.60 亿元，较上年底下降 4.53%，其中，流动资产占 57.22%，非流动资产占 42.78%，流动资产占比有所提高。

近三年，公司资产规模逐年增长，资产结构以流动资产为主，流动资产中预付款项和其他应收款占比偏高。整体看，公司资产质量及流动性一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2010~2012 年，由于盈利规模的增长、出售子公司股权的溢价，公司所有者权益合计年均增长 17.04%。

2011 年公司资本公积 20.51 亿元，为出售子公司恒力化纤 16.97% 股权的溢价部分（19.81 亿元）以及持有东吴证券股份有限公司股权（已计入可供出售金融资产）与原持有成本的溢价部分（0.70 亿元）。股权转让后，公司对恒力化纤的持股比例由 75.00% 降至 58.03%，仍对其有实际控制权。

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。

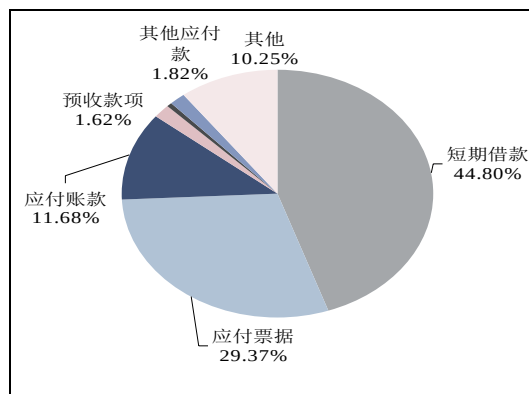
截至 2013 年 3 月底，公司所有者权益 81.99 亿元，其中归属于母公司所有者权益 63.06 亿元，较 2012 年底增长 1.83%，主要是由于未分配利润增加所致。公司所有者权益变化不大。

整体看，公司所有者权益整体呈增长态势，且稳定性较好。

负债

近三年，公司负债年复合增长 9.70%（低于资产的复合增幅）。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 11 2012 年底公司流动负债构成情况



资料来源：根据公司财务报表整理。

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。

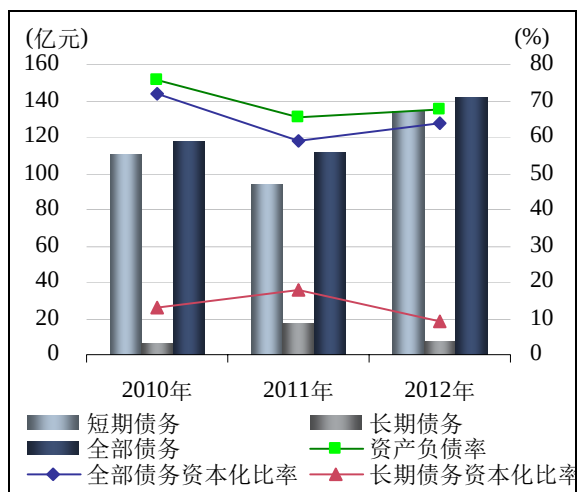
截至 2012 年底，公司应付账款 18.48 亿元，较上年增长 18.80%，主要是应付上游客户的货款。其中，账龄在 1 年以内的应付账款占比达 97.27%。

截至 2012 年底，公司非流动负债 11.01 亿元，较上年底下降 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，较上年底下降 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，较上年底下降 12.62%，全部为应付融资租赁款。

图12 公司债务情况



资料来源：根据公司财务报表整理

2010~2012年，公司全部债务年复合增长9.84%，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，债务结构有待改善。2010~2012年，由于所有者权益的增速较快，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动下降，二者三年均值分别为68.57%和63.91%，2012年底分别为67.72%和63.39%，公司整体负债水平较高，债务负担较重；近三年，公司长期债务资本化比率波动下降，2012年底为9.05%。

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。

总体看，公司所有者权益稳定性较好；公

司整体债务水平偏高，债务负担较重，短期债务占比偏高，债务结构有待改善。

4. 盈利能力

随着新增产能的释放，公司销售规模逐年增长，2010~2012年，公司营业收入年均增长44.03%，营业成本年均增长54.37%，高于营业收入的增长速度；同期，公司营业利润率逐年下降。2012年，公司营业收入和利润总额为212.86亿元和3.71亿元，营业利润率为5.97%，主要是化纤行业景气度持续下滑，涤纶丝销售价格大幅下挫导致。

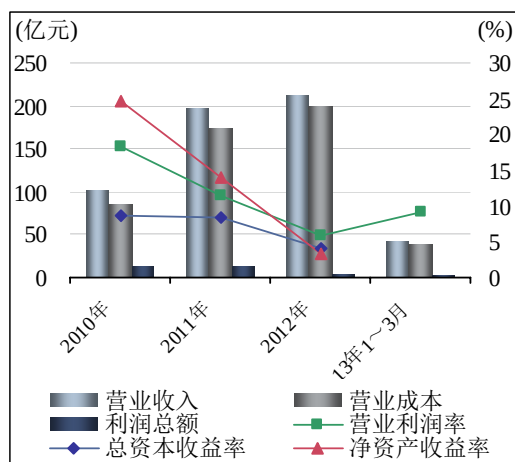
期间费用方面，近三年，公司三项期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）年复合增长47.12%，低于收入增幅，2012年合计11.73亿元，占全年营业收入的比重为5.51%，占比较小。从2012年期间费用的构成情况看，其中财务费用占55.51%、管理费用占33.85%。近年来，国家货币政策趋紧导致公司融资成本上升，财务费用增长较快。

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。

从盈利指标看，受2012年利润规模大幅下降影响，2010~2012年，公司总资本收益率逐年下降，三年均值为6.34%，2012年为4.18%；因权益规模的快速增长，公司净资产收益率逐年下降，三年均值为10.75%，2012年为3.31%。2012年公司总资本收益率和净资产收益率大幅下降主要是受当期公司净利润大幅下降影响。

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

图13 公司盈利能力情况



资料来源：根据公司财务报表整理

近年来，公司收入规模持续增长，但2012年以来，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，公司盈利能力快速回落，盈利规模同比大幅下滑，2013年一季度公司盈利能力有所恢复。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2010~2012年，公司流动比率和速动比率有一定波动，三年均值分别为100.60%和82.99%，2012年底两项指标分别为98.47%和81.17%。近三年，公司经营净现金流波动较大，经营现金流动负债比波动中略有下降，三年平均值为6.69%，2012年为8.00%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债保障能力偏弱。截至2013年3月底，公司流动比率、速动比率分别升至115.84%和85.79%。考虑到公司流动资产质量、构成以及流动负债构成情况，总体来看，公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力指标看，2010~2012年，公司EBITDA波动下降，年均降幅6.98%，2012年EBITDA为18.41亿元；近三年，公司EBITDA利息倍数逐年下降，2012年为2.78倍；同期，公司全部债务/EBITDA波动上升，三年平均值为6.26倍，2012年为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10 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168.60亿元，其中未使用额度66.24亿元，公司间接融资渠道畅通。

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。

7. 抗风险能力

公司作为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

方面具有较显著的优势；公司目前已初步建立了适合自身现阶段发展需要的企业治理结构及各项管理制度；近三年，随着公司经营规模的扩大、新增产能释放情况较好。

基于对行业运行情况，区域经济环境，公司基础素质，经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

八、结论

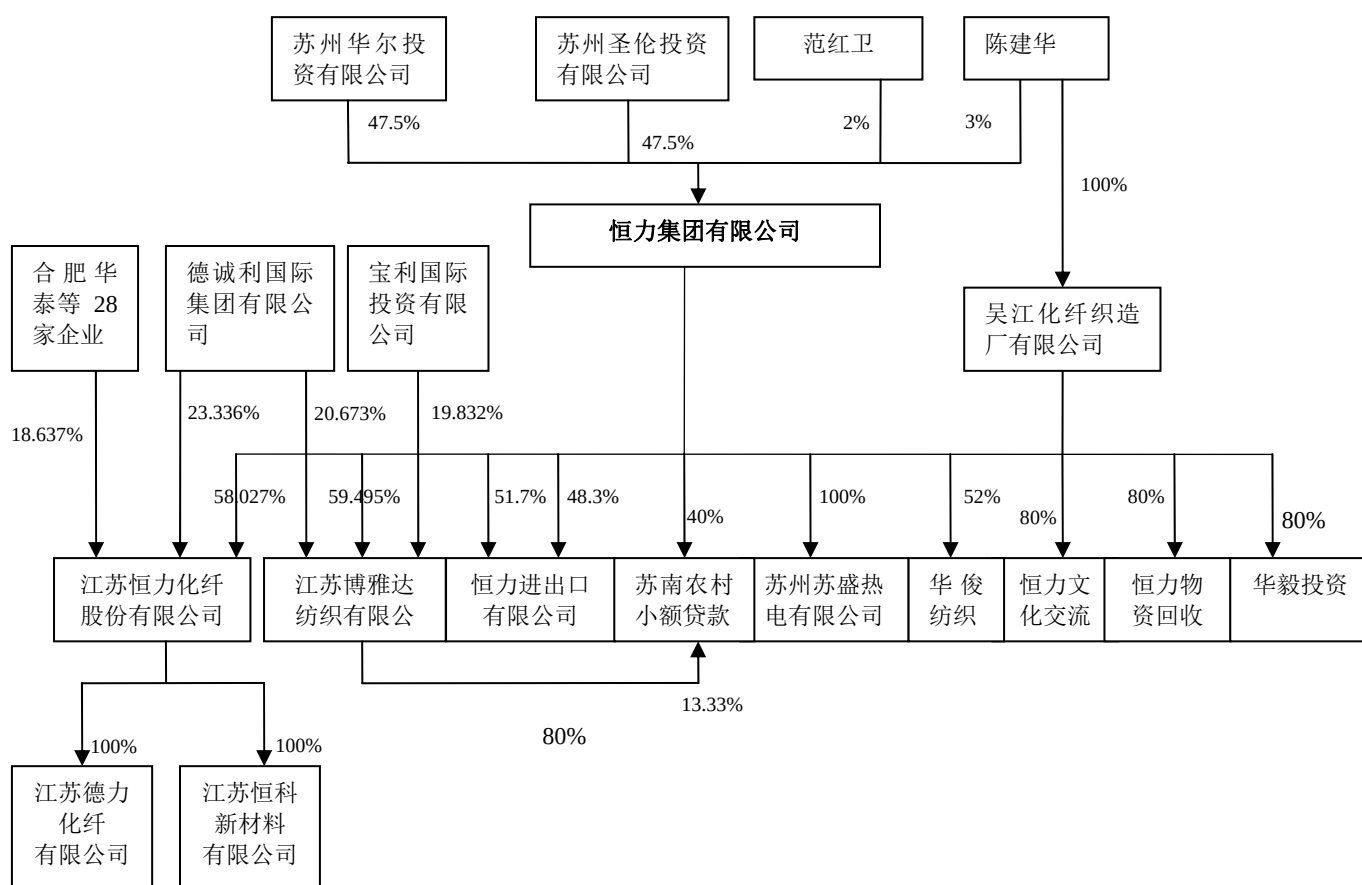
受宏观经济形势影响，化纤行业下游需求萎靡，产能相对过剩，价格下挫较为严重，化纤企业盈利能力普遍下降，经营压力较大。但是，基于化纤在生产生活中极为广泛的用途，终端市场需求量庞大。随着行业产品结构调整，技术工艺提升，化纤行业仍然具备广阔的发展空间。

公司作为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具有较显著的优势。近年来，涤纶丝板块收入规模保持较快增长，近年以来在化纤行业景气度波动的状况下，公司整体产销率仍维持较高水平，但成本高位波动、主要涤纶丝产品价格下滑使板块毛利率呈快速下降态势，公司化纤主业面临一定的经营压力。聚酯瓶片项目已于 2011 年投产，公司产业链得以横向延伸和拓展，在聚酯拉丝及下游需求不畅的情况下，有利于分散风险。即将投产的 40 万吨差别化纤维的投产有助于公司巩固在民用丝行业中的规模优势和综合竞争力。

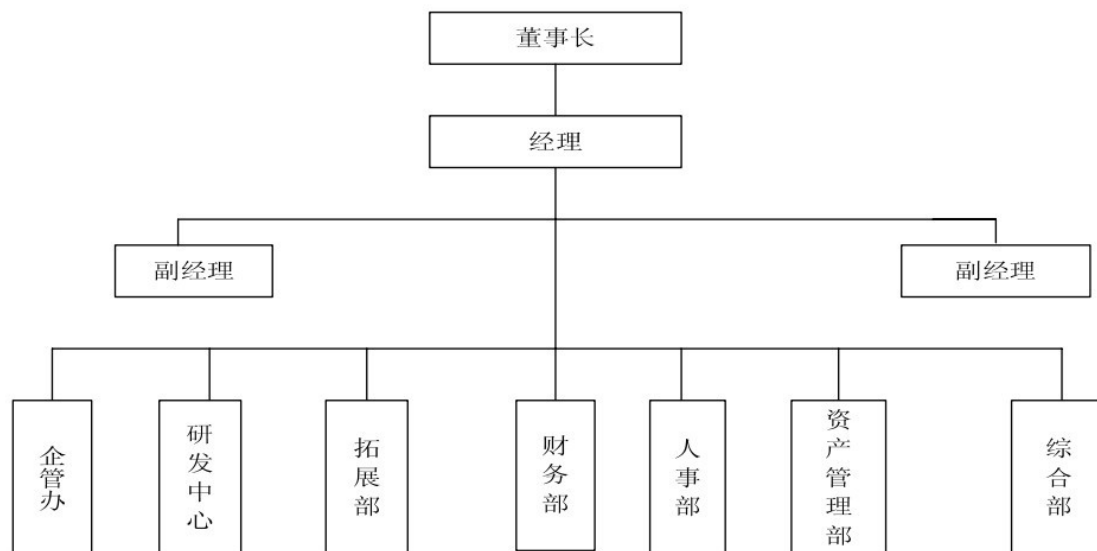
目前，公司资产质量和流动性一般；有息债务中短期债务占比高，债务结构不合理；债务水平偏高，债务负担较重；整体盈利能力快速回落，但对全部债务保障能力尚可。

总体看，公司整体信用风险较低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 1-3 截至 2013 年 3 月底公司控股子公司基本情况

名 称	注册资本	持股 比例	业务范围	是否 合并
江苏恒力化纤有限公司	220800.00 万元	58.03%	化纤制造与销售	是
江苏博雅达纺织有限公司	6240.00 万美元	59.50%	纺织品织造、进出口和批发	是
吴江华俊纺织有限公司	500.00 万元	51.00%	纺织品织造、销售	是
恒力进出口有限公司	5800.00 万元	51.72%	进出口贸易	是
吴江华毅投资有限公司	3000.00 万元	85.00%	实业投资	是
苏州恒力文化交流有限公司	100 万元	80.00%	承办各种文化交流、体育活动	是
苏州恒力物资回收有限公司	100.00 万元	80.00%	废物回收	是
吴江市苏南农村小额贷款股份有限公司	30000.00 万元	40.00%	金融服务	是
苏州苏盛热电有限公司	26700.00 万元	100.00%	火力发电	是
江苏德力化纤有限公司	45073.87 万元	100.00%	化纤制造与销售	是
江苏恒科新材料有限公司	115000.00 万元	100.00%	化纤制造与销售	是

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	19.27	1020811.57
资产总计	1863489.60	2244967.83	2499350.78	15.81	2386024.77

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

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 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 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		-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 5 合并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	
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	
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 6 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)	5.52	7.78	7.52	--
总资产周转次数(次)	0.55	0.96	0.90	--
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	4.18	--
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	--

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的长期(非流动) 负债

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

联合资信评估有限公司关于 恒力集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在恒力集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

恒力集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。恒力集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注恒力集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现恒力集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如恒力集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如恒力集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送恒力集团有限公司、主管部门、交易机构等。

