

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 885 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江苏三房巷集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“11三房巷MTN1”和“12三房巷MTN1”的信用等级为AA。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

江苏三房巷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
11 三房巷 MTN1	10 亿元	2011/6/27-2014/6/27	AA	AA
12 三房巷 MTN1	9 亿元	2012/3/19-2015/3/19	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 23 日

财务数据:

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	42.71	45.30	42.58	40.52
资产总额(亿元)	179.64	203.22	226.75	224.27
所有者权益(亿元)	77.36	81.79	82.28	82.40
短期债务(亿元)	53.95	61.59	70.94	73.02
全部债务(亿元)	83.26	102.36	125.61	130.19
营业收入(亿元)	254.04	214.95	215.94	49.09
利润总额(亿元)	8.94	6.05	2.47	0.55
EBITDA(亿元)	20.37	20.53	19.51	--
经营性净现金流(亿元)	10.71	13.02	18.57	3.91
营业利润率(%)	5.82	5.80	4.44	4.62
净资产收益率(%)	10.05	6.23	2.45	--
资产负债率(%)	56.94	59.75	63.71	63.26
全部债务资本化比率(%)	51.84	55.59	60.42	61.24
流动比率(%)	119.32	115.84	98.82	105.78
全部债务/EBITDA(倍)	4.09	4.99	6.44	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.13	3.11	1.99	--
经营现金流流动负债比(%)	15.13	16.53	20.96	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师:

高利鹏 李祥源

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

跟踪期内, 作为国内产业链最完整的聚酯链企业之一, 江苏三房巷集团有限公司(以下简称“公司”)面对极为不利的外部经营环境, 仍保持了稳健的经营, 实现了收入规模不下滑, 资产总额持续增长, 公司规模效应和抗风险能力充分体现。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 聚酯链行业竞争激烈、下游产品价格持续下跌以及原材料价格波动大, 公司利润空间收窄等不利因素给公司经营及发展造成的负面影响。

公司注重聚酯全产业链的延伸, 在自有 PTA 原料项目建成的基础上, 公司参股的新加坡 PX 项目有望在 2014 年向公司供货, 原材料瓶颈制约将得到显著改善。另一方面, EPTA 项目、聚酯薄膜等项目业已启动, 但同时也造成了公司债务规模的显著上升。上述项目的相继实施投产有助于进一步完善公司产业链, 增强公司综合竞争实力, 公司在聚酯链行业中的优势地位将得到巩固。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级 AA, 评级展望为稳定, 并维持“11 三房巷 MTN1”和“12 三房巷 MTN1”的信用等级为 AA。

优势

1. 聚酯链行业是国民经济重要的基础原料产业, 下游用途非常广泛, 发展空间广阔。
2. 公司是国内瓶级切片和聚酯短纤的主要生产企业之一, 规模优势明显。
3. 公司装备水平和生产工艺处于国际先进水平, 生产效率较高, 产品质量较好。
4. 跟踪期内, 公司经营规模保持增长, 综合抗风险能力提升。
5. 跟踪期内, 公司经营活动现金流入量和经营活动净现金流规模较大, 对存续期债券

的覆盖程度良好。

关注

1. 聚酯链行业受上下游双重挤压，原材料价格易波动，公司成本压力较大。
2. 跟踪期内，受行业环境影响，公司主要终端产品售价持续走低，盈利空间大幅收窄。
3. 公司的原材料建设项目属于化工类别，环保压力大，审批要求高，公司向上游延伸的战略存在一定政策性风险。
4. 跟踪期内，由于大规模的工程项目建设，公司有息债务规模上升较快。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与江苏三房巷集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江苏三房巷集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因江苏三房巷集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由江苏三房巷集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于江苏三房巷集团有限公司主体长期信用及存续期内“11 三房巷 MTN1”和“12 三房巷 MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

江苏三房巷集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 1981 年 3 月 10 日，前身是江阴市合成纤维厂，2000 年进行改制，由卞兴才等 29 位自然人股东共同出资成立江苏三房巷集团有限公司。2003 年 3 月，公司控股的江苏三房巷实业股份有限公司在上海证券交易所挂牌上市（股票代码 600370）。公司经过多次增资和股权变更，目前由三房巷村民投资设立的九家投资公司共同持有股权，现注册资本为人民币 15.62 亿元，其中：江阴兴洲投资股份有限公司持股 27.04%，江阴金江投资股份有限公司持股 14.44%，江阴鼎良投资股份有限公司持股 10.61%，江阴良源投资股份有限公司持股 9.81%，江阴宏福投资股份有限公司持股 9.81%，江阴伟业投资股份有限公司持股 8.55%，江阴庆裕投资股份有限公司持股 7.17%，江阴高润投资股份有限公司持股 6.57%，江阴协力投资股份有限公司持股 6.00%。

卞兴才、卞平刚等六名具有直系亲属关系的自然人通过投资公司合计持有公司 37.94% 的股份，并分别担任管理层重要职位，是公司实际控制人。

公司经营范围：生产销售聚酯切片，化纤，纺织，印染，服装，印花，塑料制品，有色金属制品，建材，粮食，饲料及食品加工，自来水，采石，土木工程，建筑及装潢，房地产开发，化工原料，纺织原料，五金机电，机电，饮料，烟草，汽车及配件维修，煤炭，广告，娱乐，运输仓储，摄影，住宿，饮食业，机械

安装维修，火力发电及蒸汽厂，出租业，外经贸批准的进出口业务，国内贸易。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 226.75 亿元，所有者权益（含少数股东权益）82.28 亿元；2013 年公司实现营业收入 215.94 亿元，利润总额 2.47 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 224.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 82.40 亿元；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 49.09 亿元，利润总额 0.55 亿元。

公司注册地址：江苏省江阴市周庄镇三房巷村；法定代表人：卞平刚。

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、行业分析与区域环境

公司是一家以聚酯链产品生产为主业的生产型企业集团，目前主要从事聚酯切片和聚酯短纤（涤纶短纤）的生产销售，是国内主要的瓶级切片和涤纶短纤供应商。聚酯行业发展对公司经营有直接影响。

1. 行业概况

（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质量要求

较高，该用途的聚酯切片称为聚酯瓶片或瓶级切片。

基于终端产品广泛的用途，近年来全球聚酯瓶片产能增长率稳定保持在15%以上，随着产品开发和技改改进，其在整个聚酯链产品中所占的比重还可能继续上升。根据中国产业信息网数据，2013年中国聚酯聚合体产量为3289.17万吨，其中聚酯切片产量约为1480.13万吨；全年进口纤维级聚酯切片15.10万吨，出口17.96万吨；进口瓶级切片3.80万吨，出口177.82万吨；新增资源（熔体产量+纤维级进口+瓶级进口）3308.07万吨，净增资源（新增资源-纤维级出口-瓶级出口）3112.29万吨，中国聚酯产业的市场消耗量可观。

由于近年来下游包装瓶、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。跟踪期内，聚酯瓶片的价格波动较大，2013年三季度小幅回调后，继续震荡下行。

图1 2009年以来聚酯瓶片价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind

整体看，尽管产销情况尚可，但聚酯瓶片短期内面临着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较好。

（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。

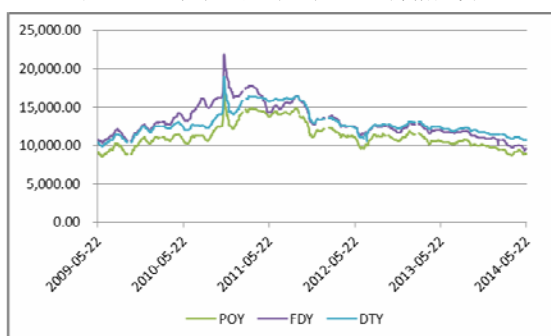
表 1 近年国内聚酯纤维产量情况

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

资料来源: wind

跟踪期内，全球经济复苏乏力，中国经济面临深度结构转型压力，特别是化纤纺织市场需求持续疲软，导致国内化纤类聚酯产品价格较上年明显下跌，聚酯产品盈利空间大幅萎缩。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 2 近年来主要涤纶产品的价格走势



资料来源: wind

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. 上下游分析

(1) 上游石化行业

由于聚酯原料对二甲苯（PX）、乙二醇（MEG）产能增长相对滞后，精对苯二甲酸（PTA）扩产迅速，聚酯产业链利润继续向上游转移，同期国内聚酯产能快速释放，聚酯产能过剩矛盾日渐突出，竞争进一步激烈。

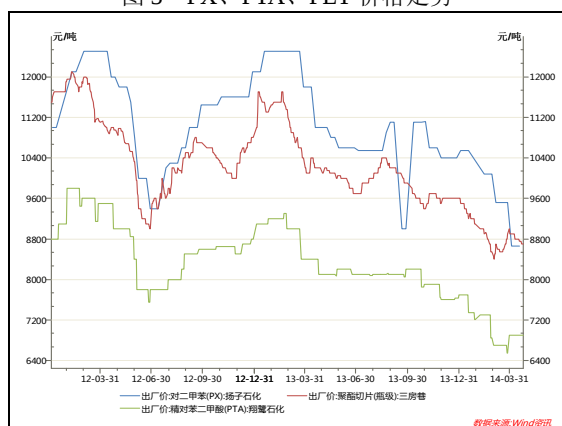
2013 年全球 PX 产能约 3900 万吨/年左右，按 90%的开工率计算理论上存在约 200 万吨的过剩产能，但考虑到装置减停产，实际供需处于紧平衡状态。近年来，国内 PX 生产项目的新建、扩建产能逐步释放，2012 年中国 PX 总产能已约 890 万吨。尽管 PX 的产能有所提高，但由于近年来下游 PTA 行业迅速扩张以及 PX 新建项目面临越来越大的环保和审批压力，PX 原料进口均保持较高的比例水平。Wind 资讯数据显示，2013 年，国内 PX 产量保持 770 万吨，表观消费量高达 1657.18 万吨，PX 进口量 905 万吨，同比增长 46.01%，进口依存度为 54.63%，同比大幅提升 8.87 个百分点。伴随聚酯和 PTA 项目持续投产，预计到 2015 年国内 PX 缺口可达 1200 万到 1300 万吨。从 PX 价格走势看，PX 价格波动较大，近年来 PX 相比 PTA 产能增长有限，基本上处于供不应求的状态，其对下游 PTA 的议价能力较强，PX 优势地位较明显。

从 PTA 看，中国的 PTA 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。随着相关政策放宽，其它投资主体逐渐进入到聚酯原料生产领域，导致 PTA 产能扩张迅猛。2013 年中国 PTA 产能达到 3293.50 万吨，而产量仅实现 2700 万吨。2013 年以来，受下游需求疲软、原料价格高企，国内多家 PTA 工厂采取限产的保护性措施，开工率大幅下滑，2013 年国内 PTA 生产线开工率仅为 68.38%，较往年的 80%下降明显。

2013 年，国内 PTA 市场整体呈现前高后低的走势，运行区间逐步下移。年初，亚洲 PX 价格坚挺推动 PTA 出现短暂冲高走势，年初价格一度超过 9000 元/吨，春节过后，受宏观氛

围不佳、亚洲 PX 合同价谈判未果及新增产能投产预期等因素影响, PTA 出现深幅下跌的走势, 三季度初, 由于 PTA 生产装置大幅检修, PX 价格止跌回升带动生产成本上行, PTA 价格出现震荡回升行情; 步入四季度, 美国政府停摆重创全球金融市场, PTA 检修装置重启, 下游需求呈现旺季不旺, 供需宽松使得 PTA 价格呈现震荡走弱行情, 到年底价格已低至 7600 元/吨附近。截至 2014 年 3 月 31 日, 国内 PTA 和 PET 价格分别为 6900 元/吨和 8700 元/吨。

图 3 PX、PTA、PET 价格走势



资料来源: Wind 资讯

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。

后市看, 2014 年全球经济有望温和复苏, 欧美经济企稳可能提振中国外贸出口, 需求端有望缓慢改善。但 2014 年国内存在大量 PTA 潜在产能, 其大幅投产短期内将对 PTA 端的盈利能力造成较大影响, 继而影响整个聚酯链行业的走势。

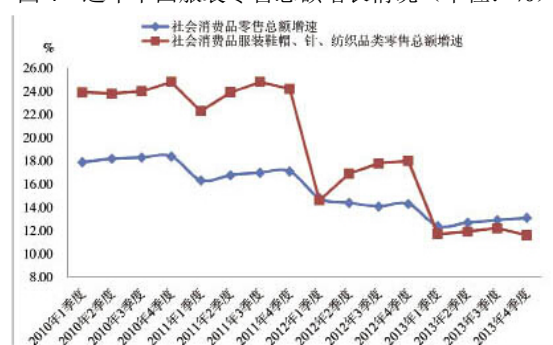
(2) 下游纺织、包装行业

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。根据国家统计局数据显示, 2013 年规模以上企业累计完成服装产量 271.01 亿件。同比增长 1.27%。其中梭织服装 139.24

亿件, 针织服装 131.77 亿件, 分别比 2012 年同期增长 3.75%和-1.08%, 产量增速趋缓。外销方面, 2013 年, 中国累计完成服装及衣着附件出口 1782.24 亿美元, 同比增长 11.28%, 增幅较 2012 年同期提升 6.75 个百分点。服装出口数量为 313.59 亿件, 同比增长 8.46%, 增幅较 2012 年同期提升 9.53 个百分点。

2013 年, 全国社会消费品零售总额 234380 亿元, 同比增长 13.1% (扣除价格因素实际增长 11.5%), 增速比 2012 年同期回落 1.2 个百分点。其中, 限额以上企业 (单位) 消费品零售额 118885 亿元, 同比增长 11.6%, 比 2012 年同期增速回落 3 个百分点。服装鞋帽、针纺织品类商品零售额累计实现 11414 亿元, 同比增长 11.6%, 比 2012 年同期增速回落 6.4 个百分点。

图 4 近年中国服装零售总额增长情况 (单位: %)



资料来源: 国家统计局

2013 年, 全国服装类商品零售价格同比上涨 2.2%, 较 2012 年同期下降 0.7 个百分点。衣着类居民消费价格同比上涨 2.3%, 较 2012 年同期下降 0.8 个百分点。其中, 服装价格上涨 2.4%, 鞋类价格上涨 1.6%。2013 年, 衣着类生产者出厂价格同比上涨 1.2%, 较 2012 年同期下降 0.9 个百分点。2013 年, 服装价格总体微涨, 但走低趋势显现。

除了传统的纺织纤维, 聚酯在非纤方面的应用也愈加广泛, 是近年来支撑聚酯链行业的重要因素。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。

跟踪期内，在原油价格小幅盘整的背景下，国际市场瓶级切片现货价格从 2013 年 1 月底的 1148 美元/吨，下降至 2 月底的 1094 美元/吨；同期国内市场现货价格同步萎靡，江浙市场水瓶级切片现货成交价从 9000 元/吨下降至 8550 元/吨；碳酸瓶切片江浙成交价从 9225 元/吨下降至 8850 元/吨，热罐装瓶级切片价格从 9125 元/吨下降至 8750 元/吨。瓶级切片价格自 2013 年 2 月份以来呈现小幅走低的态势。考虑到原油价格小幅波动，聚酯原料价格小幅走弱，后市聚酯切片价格将显示小幅整理的格局。

综合分析，在资源制约下，聚酯链行业议价能力要低于上游石化行业，跟踪期内，行业利润向上游 PX 延伸的态势没有根本变化，由于聚酯链企业众多、竞争激烈，下游行业已发展成熟，向下游转移成本的难度较大，导致聚酯链行业的整体毛利率持续走低。

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。PX 等原料供应相对紧张的局面短期内难以改变，特别是国内立项建设难度日益加大，直接增加了聚酯产品的生产成本，成本方面的不利因素给本就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

国家放宽聚酯链行业的进入门槛后，国内外聚酯设备的技术工艺基本成熟，大大降低了行业投资成本。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，人民币持续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。

(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。

4. 区域环境

公司地处江苏省江阴市周庄镇，毗邻无锡、苏州、上海，位于长江三角洲经济发达地区的中心地带。沪宁和同三高速公路、京沪和新长铁路等紧邻周边，沿江高速公路穿镇而过，并连接澄鹿、云顾等省内主干公路，贯通镇内的张家港运河北入长江、南连太湖。距离开放港口江阴港、张家港均为 10 余公里，距上海浦东国际机场、南京禄口国际机场均为 150 公里，水、陆、空运输极为便利，区位优势明显。公司还建设有从厂区直达专有长江码头的内河航道等基础设施，配套齐全。

2013 年江苏省生产总值 59161.8 亿元，较 2012 年增长 9.6%。其中，第二产业增加值 29094.0 亿元，同比增长 10.00%；第三产业增加值 26421.7 亿元，同比增长 9.8%。从工业情况看，工业生产稳步增长，全年规模以上工业增加值同比增长 11.5%；从收入、利润增长情况看，工业效益平稳增长，2013 年规模以上工业企业实现主营业务收入 132270.4 亿元，同比增长 10.8%，实现利润 7834.1 亿元，同比增长 14.5%。先进制造业发展较快，规模以上工业中，汽车制造业产值 5765.7 亿元，较 2012 年增长 25.0%；专用设备制造业产值 5028.1 亿元，较 2012 年增长 12.4%，电气机械及器材制造业产值 14621.4 亿元，同比增长 12.8%。从固定资产投资情况看，2013 年全社会固定资产投资 35982.5 亿元，同比增长 19.6%，其中第二产业投资 18425.9 亿元，同比增长 17.5%。

总体看，2013 年江苏省经济继续保持平稳较快增长，作为国内经济强省，江苏信息发达，基础雄厚，省内已形成集产品研发、生产、市场、物流、服务为一体的较为完善的聚酯产业链，使得该地区企业能够相对降低生产成本，形成较强的企业竞争力。江苏省地方经济发展形势良好，对公司业务的发展提供了有利的外部环境支撑。另外，作为纺织大省的江苏，民营经济发展迅速，辐射海内外的营销网络，为公司相关业务发展提供了有力支撑。

五、基础素质分析

1. 产权关系

目前，公司由三房巷村民投资设立的九家投资公司持有股权，现注册资本为人民币 15.62 亿元，卞兴才、卞平刚等六名具有直系亲属关

系的自然人通过投资公司合计持有公司 37.94% 的股份，是公司实际控制人（股权结构见附件 1-1）。

2. 企业规模和竞争实力

公司是国内瓶级切片和聚酯短纤的主要生产企业之一，现建设有两个主厂区。跟踪期内公司新增 30 万吨瓶级切片生产能力，目前公司的聚酯产能规模达到 230 万吨/年，其中瓶级切片年产能 150 万吨、聚酯短纤年产能 80 万吨，均居国内同行业首位。由于聚酯短纤和纤维级切片产能可以相互转化，公司能够及时根据市场需要调整生产适销对路的终端纤维产品。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高管层等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主要业务涉及聚酯切片（瓶级切片）、聚酯短纤（涤纶短纤）、纺纱、粘胶纤维、印染和热电、工程塑料等领域，以瓶级切片和聚酯短纤的生产销售为主，同时涉及相关产品的进出口贸易等其它业务。

公司 2013 年及 2014 年一季度分别实现主营业务收入 215.17 亿元和 48.96 亿元。从产品分类看，2013 年公司瓶级切片和聚酯短纤业务收入额占主营业务收入总额的比重达到 90.27%，2014 年一季度增至 91.97%，公司聚酯主业非常突出。

表 2 2011~2014 年一季度公司营业收入情况

业务项目	主营业务收入（万元）				毛利率（%）			
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 (1-3 月)	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 (1-3 月)
聚酯切片	1416329	1272015	1338417	342782	5.11	5.39	4.73	4.90
聚酯化纤	827081	640105	603950	107527	5.34	5.08	2.19	2.32
纺纱印染	160158	121309	96958	16065	8.61	7.64	5.24	5.15

其它业务	124363	107325	112335	23260	7.87	7.95	8.37	8.30
合计	2527931	2140754	2151660	489634	--	--	--	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，由于同业竞争加剧和下游需求不畅，国内聚酯链行业经营压力加大，产品价格低位徘徊，偶有波动的情况下，原材料价格未见回落，但产品价格却继续探底，导致聚酯链利润空间一再收窄，聚酯纤维的经营困难尤甚。公司借助于规模生产方式，尽可能摊薄固定成本，而较大规模的瓶级切片出口量也保证了略高于内销的利润率，2013 年公司瓶级切片出口同比增长 34.6%，聚酯短纤出口同比增长 28%，产品销往一百多个国家和地区。尽管如此，公司全年切片毛利水平仍有所降低，降至 4.73%，而聚酯化纤毛利率更是降至 2.19%。2014 年一季度，主要产品毛利水平小幅回升，但盈利空间仍然很薄。

基于下游纺织行业景气度低迷，终端产品售价低位徘徊，聚酯链全线产品毛利率持续走低，几乎达到行业盈亏平衡点。长远看，由于行业周期性和竞争劣汰作用，只有具备规模化生产和产业链优势的企业才有望渡过行业低谷，体现出内生抗风险能力。

2. 原材料采购

公司原材料以 PX、PTA、MEG 以及纺织印染用棉花及坯布为主，价格基本随市场行情波动。由于产业链向上延伸，公司 2011 年起新增了 PX 原料需求，随着生产线磨合逐步完成，PX 采购量呈现增长态势。与业内其他企业类似，原料供应的波动会直接影响到公司的生产运转。

值得注意的是，公司于 2010 年成立上海国际发展有限公司，参股新加坡裕廊芳香烃有限公司（简称“JAC”公司），投资 PX 项目。该项目经国家发改委发改外资【2008】323 号文件和国家发改委发改外资【2010】1444 号文件批复，公司最终对“JAC”公司持股比例为 25%。经过近几年的建设，该项目于 2014 年 6

月份试开车，建成后年产芳烃综合体（PX、苯、邻二甲苯）114.7 万吨、重质能源关联产品（喷气燃料、柴油）148 万吨、其他关联产品（石脑油、液化石油气等）181.4 万吨，裕廊 PX 项目可以确保公司每年获得不低于 40 万吨的 PX 供应量。该部分 PX 原料的稳定供应有助于进一步延伸公司原材料产业链，显著减轻公司成本和生产压力，有助于公司整体竞争力和抗风险能力的进一步提升。

3. 产品生产

公司采用国际先进的杜邦三釜短流程聚合工艺，德国纽马格短纤专利技术，瑞士布勒瓶级切片技术等。从初始的聚合程序，到不同终端产品的生产，确保全流程都采用全球最先进的工艺和设备，保证生产效率和产品竞争力。

近年来，基于市场容量增加和规模效应的考量，公司在扩建产能的同时对旧有设备进行技术改造和项目升级，充分挖掘生产潜力。跟踪期内，公司新增 30 万吨瓶级切片产能，整体达到 230 万吨/年的聚酯产品产能，巩固了市场地位，在市场环境不利的情况下有效发挥了规模效应，实现了销售量的提升和收入的稳定。

表 3 公司主要产品产销情况（单位：吨）

项目		2011	2012	2013	2014(1-3)
切片	产量	1290863	1423121	1547011	434296
	销量	1325750	1393747	1530341	436755
涤纶化纤	产量	727600	692839	657195	140591
	销量	724255	671825	668861	130507
粘胶化纤	产量	35209	36470	42938	6749
	销量	36151	38235	38802	5479
棉、化纤沙	产量	40370	27604	24368	4587
	销量	36250	23434	19715	2882
其他产品	产量	21825	21591	22816	1249
	销量	20417	22314	22822	4810

资料来源：公司提供

公司生产各类聚酯产品，在突出主业，注重专业化、品质化的基础上，根据市场变化灵活配置资源，对产品结构及时进行必要调整。跟踪期内，公司主要产品瓶级切片的产销量显著增长，2013 年实现销量 153.03 万吨，产销率达到 98.92%，销售情况良好，涤纶短纤受市场低迷影响，生产线开车不足，产销量双双下降，但产销率水平较高，2013 年达到 101.80%。

公司凭借多年来稳定的产品品质和良好的信誉，在国内外市场树立了优势口碑，无论是内销还是出口，公司都根据同行业先进标准严格进行多项指标检测，确保投放到市场的产品不出现重大质量问题。公司同时采取的品牌培育战略也为产品走向高附加值的成长方向打下了基础。

4. 产品营销

公司产品销售分内销和出口两部分，内销产品直接销往国内客户，出口则通过经销商、代理商和直接客户相结合的模式进行。在销售渠道方面，公司参照销售规模及客户稳定性指标，制定了客户分类标准，分别采取相应的营销策略，合理调配营销资源，巩固维护既有渠道的同时，积极发展新客户。

跟踪期内，公司主导产品瓶级切片出口占产量占到国内瓶片出口总量的五成左右，主要出口市场为俄罗斯、中东欧、南北美、日本和非洲。公司“翠钰”牌瓶片在国内外市场均享有较高知名度。通过客户占比分析，瓶级切片的客户结构比较理想，能够较好地保证销售稳定性。

表 4 2013 年瓶级切片销售前五名客户

(单位: 吨, 万元, %)

客户名称	销量	金额	占比
天津娃哈哈宏振食品饮料贸易公司	71754	63350	4.73
浙江黄岩洲隍实业有限公司	68940	58616	4.38
川荣(上海)国际贸易有限公司	63784	54508	4.07
DAEWOO INTERNATIONAL CORPORATION	46103	40615	3.03
珠海中富实业股份有限公司	33394	29607	2.21
合计	283975	246696	18.43

资料来源: 公司提供

另一主导产品聚酯短纤(涤纶短纤)以内销为主, 少量出口。跟踪期内, 由于下游纺织行业低迷, 市场需求不振, 聚酯短纤市场行情持续低迷, 多数厂家停车限产, 公司短纤产能在 2013 年一季度一度仅开车 40 万吨, 2013 年全年完成化纤销售 66.9 万吨, 在产销过程中, 短纤板块一直处于高成本高库存状态, 经营压力较大。

表 5 2013 年涤纶化纤销售前五名客户

(单位: 吨, 万元, %)

客户名称	销量	金额	占比
济南华威纺织有限公司	35140	31169	5.16
厦门锦厦科技有限公司	25638	23116	3.83
厦门航空开发股份有限公司	23001	20625	3.42
上海坤银纺织原料有限公司	20941	18484	3.06
佛山市利纺化纤有限公司	18046	16055	2.66
合计	122766	109449	18.12

资料来源: 公司提供。

5. 经营效率

2013 年公司资产总额和所有者权益分别较 2012 年同比增长 11.58% 和 0.60%。截至 2013 年底, 公司资产总额达到 226.75 亿元。2013 年, 公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为 13.24 次、7.05 次和 1.00 次, 指标各有升降, 整体维持了经营的稳健。总体看, 公司经营效率适宜。

6. 未来发展

公司为进一步巩固和加强在聚酯链行业中的优势地位, 制定了以市场为导向的发展战略, 坚持优化产业结构和提升产业竞争优势的原则, 以聚酯链产业为基础, 逐步拓展产业延伸。公司已实现向上游 PTA 的拓展, 有效增强了抵御行业风险的能力, 实现了产业链向上延伸。公司未来主要建设项目仍围绕主业核心, 相关项目已向省市发改委备案, 并取得相关环保批复。

表 6 公司主要在建项目情况（单位：万元）

名称	总投资	已完成投资	立项		未来投资计划		
			批准文号	批准机构	2014	2015	2016
30 万吨薄膜项目	229000	175108	澄发改设备【2010】209号	江阴市发改委	30000	24000	
120 万吨 EPTA 项目	297100	159251	苏发改工业发【2011】1143号	江苏省发革委	90000	50000	
60 万吨涤纶功能性纤维项目	306500	166249	澄发改设备【2010】201号	江阴市发改委	70000	50000	20000
合计	832600	500608			190000	124000	20000

资料来源：公司提供

上述项目围绕聚酯产业链展开，建成后将进一步拓宽公司产业范围，依托现有的瓶片、短纤业务优势，延伸薄膜、长丝业务板块，实现多元化发展，完善全产业链布局，增强公司的综合竞争实力。联合资信同时关注到，持续的项目建设推高了公司债务规模，随着工期推进，较高的债务负担仍可能持续，对公司构成一定压力。

综合分析，跟踪期内，公司主业突出，产销规模大。但是由于宏观经济环境和下游需求低迷，公司终端产品价格持续下跌，生产成本压力大，公司利润空间受到挤压，经营压力大。在不利的的外部环境下，公司除了持续加强销售力度和降本增效的努力，在产品价格下降的情况下扩大了销售规模、增加了市场占有率，维持了收入规模的稳定。公司还积极延伸产业链，为今后的远期发展奠定基础。随着公司产能继续提高，上游延伸项目的建成投产，聚酯全产业链的打通，公司综合竞争力有望巩固并持续增强。

八、财务分析

公司提供的 2013 年财务报表已经江阴虹桥会计师事务所有限公司审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2014 年一季度财务数据未经审计，以下财务分析以 2013 年审计报告为主，2014 年一季度财务数据为补充。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 226.75 亿元，所有者权益（含少数股东权益）82.28 亿元；2013 年公司实现营业收入 215.94

亿元，利润总额 2.47 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 224.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 82.40 亿元；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 49.09 亿元，利润总额 0.55 亿元。

1. 盈利能力

公司在非常不利的市场环境下加大销售力度并采取适销对路的策略，2013 年公司实现营业收入 215.94 亿元，同比增长 0.46%，维持了收入规模不下降。但是，由于行业产能过剩和产品价格下跌的综合影响，公司盈利空间大幅收窄，全年实现利润总额 2.53 亿元，利润规模较上年有较大幅度下降。

从期间费用情况来看，跟踪期内，公司三项期间费用略微有所增长，2013 年管理费用同比增长 2.05%。公司有力控制了财务费用，在市场资金面紧张、资金成本高企的环境下，通过利息收入等手段，使得财务费用同比下降 3.82%，但销售费用和管理费用均有所上升。整体看，公司费用控制能力较好。

投资收益方面，2013 年公司取得投资收益 0.60 亿元，主要是红利收益和期货投资收益。

从盈利指标看，公司营业利润率受行业竞争激烈影响，处于较低水平，2013 年，受聚酯产品价格下跌影响，公司营业利润率由上年的 5.80% 降至 4.44%。同期，公司总资本收益率和净资产收益率连续下降，2013 年分别为 5.12% 和 2.45%。总体看，公司整体盈利能力偏弱。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 49.09 亿元和 0.55 亿元，占 2013

年全年的 22.73%与 22.22%。

总体看，跟踪期，公司在不利的市场环境下维持了收入规模的稳定，但受行业产能过剩、产品价格下跌的影响，盈利水平下降明显。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013 年，公司主要产品聚酯切片和聚酯短纤价格处于低位，公司经营活动现金流入量为 265.35 亿元。同期，公司经营活动现金流出量为 246.77 亿元。2013 年，公司经营活动现金流量净额同比上升 42.65%，为 18.57 亿元。2013 年，公司现金收入比为 119.56%，公司收入的现金实现质量较好。总体看，公司经营活动获现能力良好。

投资活动方面，2013 年，公司投资活动现金流入主要来自取得投资收益所收到的现金和处置固定资产和其他长期资产收回的现金，投资活动现金流入 1.82 亿元；公司投资活动现金流出主要是对固定资产、无形资产和其他资产的投资及项目投资。公司的投资支出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金，为项目建设支出，合计流出 34.84 亿元，同比增长 49.40%。2013 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-33.02 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入和流出主要来自银行借款和偿还债务，规模均较大。2013 年，公司筹资活动净现金流量为 9.67 亿元。

2014 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 5.50 亿元；同期，公司投资活动现金净流出 5.91 亿元。2014 年 1~3 月，公司筹资活动产生的现金流量净额为 0.01 亿元。

总体看，公司经营活动现金流规模大，具有较强的现金获取能力。跟踪期内，由于大规模的工程项目建设支出，公司投资活动现金流出规模大，未来，公司在建项目集中，项目投资规模较大，仍存在一定的对外筹资压力。

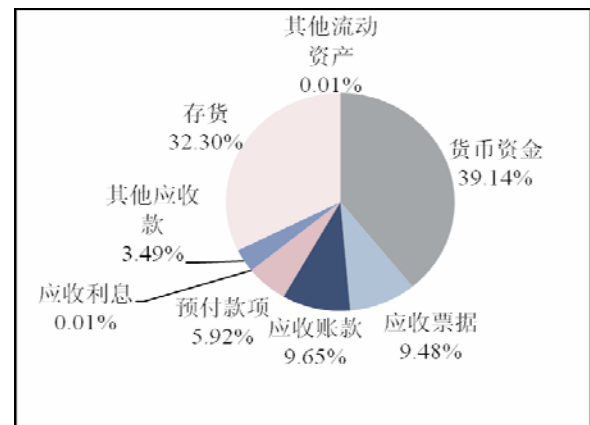
3. 资本及债务结构

截至 2013 年底，公司合并资产总额达到 226.75 亿元，较上年增长 11.58%，主要是在建工程（60 万吨涤纶功能性纤维项目等）的增加所致，从构成看，流动资产占 38.62%，非流动资产占 61.38%，公司资产结构进一步向非流动资产为主的方向发展。

流动资产

截至 2013 年底，公司流动资产合计 87.56 亿元，以货币资金和存货为主，分别占 39.14%和 32.30%，其他占比较大的还有应收账款、应收票据和预付款项（参见下图）。

图5 2013年底公司流动资产构成情况



资料来源：审计报告

截至 2013 年底，公司货币资金为 34.27 亿元，主要由银行存款和其他货币资金构成，分别为 16.54 亿元和 17.73 亿元，其他货币资金中包括 6.53 亿元通知存款，7.57 亿元开证保证金，3.30 亿元银行承兑汇票保证金，0.25 亿元期货保证金和 0.08 亿元其他保证金构成。

截至 2013 年底，公司应收票据余额 8.30 亿元，全部为银行承兑汇票。截至 2013 年底，公司应收账款余额 8.48 亿元，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，1 年以内的占 98.92%，应收账款账龄较短；从集中度来看，公司应收账款前五名单位合计占 18.31%，集中度一般。2013 年，公司对应收账款计提了 0.31% 的坏账准备。

截至 2013 年底，公司存货账面余额 28.28

亿元，同比降低 6.36%，从构成看，原材料占 52.73%，产成品占 32.90%，在产品占 14.38%，公司计提存货跌价准备 0.12 亿元，计提比例为 0.42%。计提相对较小，存在一定跌价风险。

截至 2013 年底，其他应收款账面余额 3.05 亿元，主要由往来款构成。从账龄分析，半年以内的占 98.58%，账龄短。前五名欠款单位所欠款总额为 2.96 亿元，占期末其他应收款总额的 96.49%。

截至 2013 年底，预付款项为 5.18 亿元，主要是预付的货款。前五名欠款单位所欠款总额为 3.79 亿元，占期末预付款项的 73.13%。

非流动资产

截至 2013 年底，公司非流动资产为 139.18 亿元，同比增长 24.30%，主要由固定资产（占比 43.35%）、在建工程（占比 36.46%）、长期股权投资（占比 7.90%）、可供出售的金融资产（占比 2.92%）、发放贷款及垫款（占比 4.30%）和无形资产（占比 4.56%）构成。

截至 2013 年底，公司可供出售的金融资产为 4.06 亿元，为持有的华泰证券（601688）的限售股，其价值按照 2013 年 12 月 30 日沪深股市交易股票收盘价计算所得。

截至 2013 年底，公司发放贷款及垫款 5.98 亿元，为子公司江阴民丰农村小额贷款有限公司发放的贷款。其中，贷款余额前五名共计 0.69 亿元，占发放贷款及垫款总额的 11.54%。总体看，贷款集中度较低。截至 2013 年底，公司长期股权投资 11.00 亿元，较上年基本保持稳定。

截至 2013 年底，公司固定资产原值为 114.14 亿元，账面价值 60.38 亿元。公司固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备为主。截至 2013 年底，公司固定资产累计折旧 53.80 亿元。

截至 2013 年底，公司在建工程 50.74 亿元，较 2012 年大幅增长 158.02%，主要公司 120 万吨 EPTA 项目、30 万吨薄膜项目和 60 万吨涤纶功能性纤维项目的实施所致。

截至 2013 年底，公司无形资产账面价值 6.34 亿元，基本保持稳定，无形资产主要以土地使用权为主。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 224.27 亿元，较 2013 年底减少 1.09%，基本保持稳定，资产构成较 2013 年底变动不大，流动资产占资产总额的比例小幅回升，为 39.53%，资产结构仍以非流动资产为主。

综合看，公司资产以非流动资产为主，资产构成符合工业制造类企业特点，公司固定资产成新率较低，跟踪期内，由于大规模的项目建设，在建工程快速增长；公司流动资产中货币资金占比较大，现金类资产较为充裕，公司资产流动性良好；公司存货规模有所降低，但绝对额仍较大，具有一定的跌价风险。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 144.47 亿元，同比增长 18.97%，从构成看，流动负债占 61.33%，非流动负债占 38.67%，35.13%，流动负债占比持续下降。目前公司负债仍以流动负债为主，符合公司所处的行业特征。

截至 2013 年底，流动负债合计 88.61 亿元，主要由短期借款、应付票据和应付账款构成。公司短期借款 46.92 亿元，同比增长 12.31%，应付票据 17.54 亿元，基本保持稳定，构成全部为银行承兑汇票。公司应付账款 16.90 亿元，主要为公司主要产品所需原辅材料货款和设备款。

截至 2013 年底，公司非流动负债合计 55.87 亿元，同比增长 30.94%，构成主要为长期借款 35.72 亿元、应付债券 18.95 亿元（中期票据）。

截至 2013 年底，公司全部债务 125.61 亿元，同比增长 22.71%，其中短期债务占 56.48%，长期债务占 43.52%，长期债务增幅较大。跟踪期内公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续上升，2013 年底分别为 63.71%、60.42%和 39.92%。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额为

141.88 亿元，较 2013 年底减少 1.80%；全部债务 130.19 亿元，其中短期债务占 56.09%，长期债务占 43.91%，长期债务占比继续上升。截至 2014 年 3 月底，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.26%、61.24%和 40.96%，有息债务负担显著增加。

总体看，公司债务水平增长较快，由于项目工程建设因素，短期债务占比有所下降，考虑到一年内到期的债务，公司存在一定的短期支付压力。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 82.28 亿元，同比增长 0.60%。公司所有者权益（含少数股东权益）中未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性较弱。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益）合计 82.40 亿元，较 2013 年底基本稳定。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内，受流动负债规模增加的影响，2013 年底流动比率和速动比率分别为 98.82%和 66.90%，均较上年有所降低。经营现金流动负债比为 20.96%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债保障能力尚可。截至 2014 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 105.78%和 70.05%，公司存在一定短期支付压力。总体来看，公司短期偿债能力指标偏弱，短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看，2013 年，公司实现 EBITDA19.51 亿元；全部债务/EBITDA 持续上升至 6.44 倍，EBITDA 利息倍数下降至 1.99 倍。总体看，跟踪期内公司 EBITDA 对全部债务及利息的保障能力趋弱，公司长期偿债能力有所弱化。

截至 2014 年 3 月底，公司未对外提供担保。

截至 2014 年 3 月底，公司已获得授信总额约为 171.23 亿元，尚未使用信用额度约为

30.69 亿元。公司旗下拥有 1 家 A 股上市公司（股票简称：三房巷；股票代码：600370），公司间接和直接融资渠道畅通。

截至 2014 年 3 月底，公司现金类资产为 40.52 亿元，对“11 三房巷 MTN1”和“12 三房巷 MTN1”的覆盖倍数为 2.13 倍。2013 年，公司 EBITDA 对“11 三房巷 MTN1”和“12 三房巷 MTN1”的覆盖倍数为 1.03 倍。公司现金类资产和 EBITDA 对“11 三房巷 MTN1”和“12 三房巷 MTN1”的保障程度较好。

2013 年，公司经营活动现金流入量对“11 三房巷 MTN1”和“12 三房巷 MTN1”的覆盖倍数为 13.97 倍；2013 年，公司经营活动现金流量净额对“11 三房巷 MTN1”和“12 三房巷 MTN1”的覆盖倍数为 0.98 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对“11 三房巷 MTN1”和“12 三房巷 MTN1”保障程度良好。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G10320281000467308），截至 2014 年 6 月 18 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司作为国内产业链条最完整的聚酯链生产企业之一，在行业地位、产业链建设、生产规模、装备水平、技术工艺和产品竞争力等方面具备综合优势。跟踪期内，公司面临极为不利的外部经济环境，但仍然保持了稳健的经营。综合分析，公司抗风险能力较强。

九、募集资金使用情况

公司于 2011 年 6 月发行了 10 亿元中期票据“11 三房巷 MTN1”。募集资金用途方面，其中 6 亿元用于补充公司流动资金，4 亿元用于偿还银行贷款。

公司于 2012 年 3 月发行了 9 亿元中期票

据“12 三房巷 MTN1”。募集资金用途方面，其中 5.14 亿元用于补充公司流动资金，3.86 亿元用于偿还银行贷款。

截至目前，两期中期票据募集资金已经按上述计划全部使用完毕。

十、结论

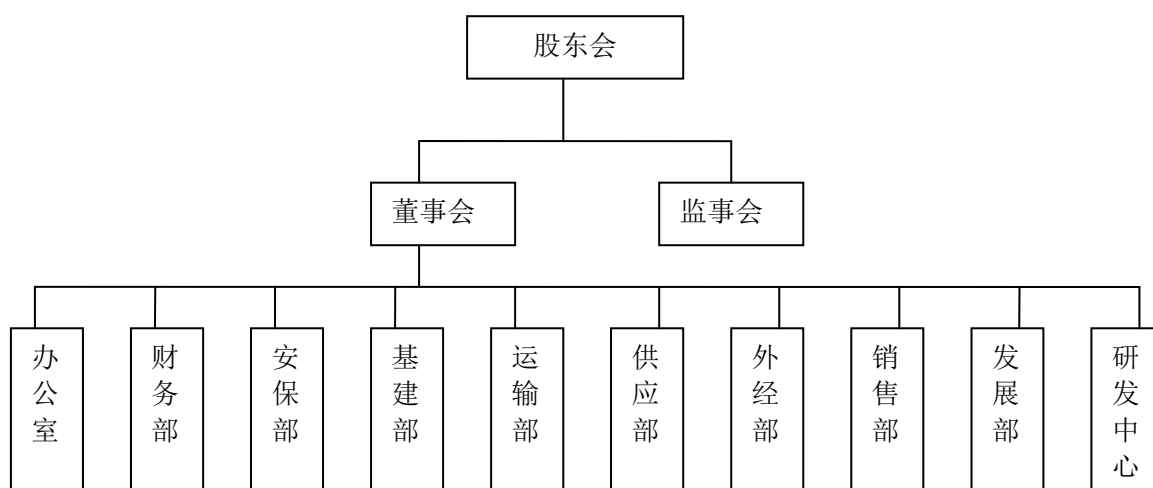
综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“11 三房巷MTN1”和“12三房巷MTN1”的信用等级为AA。

附件 1-1 公司股权结构表

股东名称	投资公司持股	自然人间接持股*
江阴兴洲投资股份有限公司	27.04%	卞兴才 13.79%(50.99%); 卞李江 2.33%(8.63%)
江阴金江投资股份有限公司	14.44%	卞平刚 1.84%(12.71%); 卞丰荣 1.84%(12.71%)
江阴良源投资股份有限公司	9.81%	卞永刚 2.40%(24.42%); 姚静 1.86%(18.94%)
江阴宏福投资股份有限公司	9.81%	卞复侯 4.11%(41.86%)
江阴鼎良投资股份有限公司	10.61%	卞平芳 2.16%(20.32%); 薛超 1.97%(18.59%); 薛纪良 1.56%(14.72%)
江阴伟业投资股份有限公司	8.55%	卞惠刚 4.08%(47.71%)
江阴庆裕投资股份有限公司	7.17%	-- --
江阴高润投资股份有限公司	6.57%	-- --
江阴协力投资股份有限公司	6.00%	-- --
合计	100%	37.94%

*括号内为自然人持有投资公司股份比例。

附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 截至 2014 年 3 月底公司下属二级子公司情况

序号	公司名称	法定代表人	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
1	江阴三房巷经贸有限公司	卞惠良	20,000	70	贸易
2	江阴三房巷聚化科技开发有限公司	承耀明	1,000	100	合成材料、化学纤维、切片纺差别化涤纶短纤维
3	三海国际发展有限公司	卞惠刚	USD2720	100	投资控股和贸易业务
4	江阴市三房巷热电厂	卞裕仁	3400	100	发电；蒸气
5	江阴市新颖纺纱厂	卞协良	5000	100	棉纱、化纤纱
6	江阴市化学纤维厂	卞林安	4000	100	化学纤维
7	江阴市合成纤维厂	卞贤峰	5000	100	涤纶纤维、涤纶切片
8	江阴海伦石化有限公司	卞惠良	107000	100	精对苯二甲酸
9	江阴市三房巷宾馆	卞菊良	150	100	宾馆服务
10	江阴市三房巷加油站	卞忠	100	100	汽油、柴油的零售
11	江苏兴业塑化股份有限公司	薛纪良	21000	69.6	聚酯切片
12	江阴华美特种纤维有限公司	薛纪良	USD1200	75	聚酯纤维
13	江阴兴佳塑化有限公司	薛纪良	USD800	75	瓶级切片
14	江阴新伦化纤有限公司	卞永刚	USD1200	75	聚酯纤维
15	江苏三房巷实业股份有限公司	卞平刚	31889.7692	50.327	印染布
16	江阴华盛聚合有限公司	秦 鹏	USD 1200	75	聚酯切片
17	江阴海伦化纤有限公司	卞惠刚	USD 1200	75	聚酯纤维
18	江苏三房巷国际贸易有限公司	薛进良	8000	87.5	贸易
19	江阴华怡聚合有限公司	卞瑞江	USD 1200	75	聚酯切片
20	江阴博伦化纤有限公司	卞惠刚	USD 1200	75	聚酯纤维
21	江阴兴泰新材料有限公司	薛纪良	USD 1200	75	聚酯切片
22	江阴兴宇新材料有限公司	薛纪良	USD 1200	75	瓶级切片
23	江阴运伦化纤有限公司	卞仲高	USD 1200	75	聚酯纤维
24	江阴新天地置业有限公司	卞平芳	10000	70	房地产
25	江阴华星合成有限公司	卞永刚	USD 1200	75	聚酯切片
26	江阴兴盛塑化有限公司	卞惠刚	USD 1200	75	聚酯切片
27	无锡三房巷置业有限公司	卞平芳	4080	95	房地产
28	江阴民丰小额贷款有限公司	卞平芳	30000	50	小额贷款、担保
29	江苏兴业聚化有限公司	卞惠刚	80000	90	聚酯长丝、薄膜
30	江阴三房巷国际大酒店有限公司		1000	100	
31	江阴三房巷金属门窗有限公司		100	100	

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	42.71	45.30	42.58	40.52
资产总额(亿元)	179.64	203.22	226.75	224.27
所有者权益(亿元)	77.36	81.79	82.28	82.40
短期债务(亿元)	53.95	61.59	70.94	73.02
长期债务(亿元)	29.31	40.77	54.67	57.17
全部债务(亿元)	83.26	102.36	125.61	130.19
营业收入(亿元)	254.04	214.95	215.94	49.09
利润总额(亿元)	8.94	6.05	2.47	0.55
EBITDA(亿元)	20.37	20.53	19.51	--
经营性净现金流(亿元)	10.71	13.02	18.57	3.91
财务指标				
销售债权周转次数(次)	24.75	15.81	13.24	--
存货周转次数(次)	8.53	6.82	7.05	--
总资产周转次数(次)	1.49	1.12	1.00	--
现金收入比(%)	114.17	118.48	119.56	126.07
营业利润率(%)	5.82	5.80	4.44	4.62
总资本收益率(%)	7.91	6.35	5.12	--
净资产收益率(%)	10.05	6.23	2.45	--
长期债务资本化比率(%)	27.48	33.27	39.92	40.96
全部债务资本化比率(%)	51.84	55.59	60.42	61.24
资产负债率(%)	56.94	59.75	63.71	63.26
流动比率(%)	119.32	115.84	98.82	105.78
速动比率(%)	78.24	77.50	66.90	70.05
经营现金流动负债比(%)	15.13	16.53	20.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.13	3.11	1.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.09	4.99	6.44	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100%
净资产年复合增长率	(2) n年数据: 增长率= [(本期/前n年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。