

信用等级公告

联合[2011] 871 号

联合资信评估有限公司通过对江苏三房巷集团有限公司及其拟发行的 2012 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

江苏三房巷集团有限公司

主体长期信用等级为

AA⁻

江苏三房巷集团有限公司

2012 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一一年十一月二十一日

地址: 北京市朝阳门内大街18号(100010)中国大饭店(东塔)11层

电话: (010) 65670000

传真: (010) 65670000

邮编: 100020

网址: www.dunhuazheng.com.cn

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、江苏三房巷集团有限公司 2012 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一一年十一月二十一日
评级业务专用章

江苏三房巷集团有限公司

2012 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁻

本期中期票据额度: 9 亿元

本期中期票据期限: 3 年

评级时间: 2011 年 11 月 21 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 9 月
资产总额(亿元)	126.83	128.89	162.48	178.89
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	60.49	63.93	73.80	78.84
长期债务(亿元)	17.06	15.70	19.97	31.07
全部债务(亿元)	54.79	52.87	68.95	82.38
营业收入(亿元)	166.64	158.62	205.69	195.94
利润总额(亿元)	3.92	4.46	8.68	7.22
EBITDA(亿元)	13.31	14.00	18.39	16.43
经营性净现金流(亿元)	10.67	16.84	16.86	13.62
营业利润率(%)	4.63	5.15	6.39	5.59
净资产收益率(%)	4.85	5.31	10.50	--
资产负债率(%)	52.31	50.40	54.58	55.93
全部债务资本化比率(%)	47.53	45.27	48.30	51.10
流动比率(%)	137.11	138.09	113.07	124.82
全部债务/EBITDA(倍)	4.12	3.78	3.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.87	3.69	4.73	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.48	1.56	2.04	--

注: 公司 2008~2009 年度执行旧会计准则, 2010 年起执行新会计准则, 2011 年前 3 季度财务数据未经审计。

分析师

高利鹏 赵 杰

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”)对江苏三房巷集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为中国瓶级切片和聚酯短纤(涤纶短纤)的主要生产企业之一, 在行业地位、规模经济、装备水平、生产工艺和产品竞争力等方面的比较优势。同时, 联合资信也关注到聚酯链行业竞争激烈, 行业景气度波动, 原材料及劳动力成本攀升; 公司主要产品毛利率水平较低, 整体盈利能力较弱等不利因素可能给公司经营及发展带来的负面影响。

公司在确保现有产品体系基础上, 进一步延展产业链, 60 万吨 PTA 上游原材料项目已于 2011 年建成投产, 有利于加强原材料成本控制, 巩固公司在聚酯链行业中的优势地位, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据无担保, 基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 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。
2. 公司装备水平和生产工艺处于国际先进水平, 拥有多项核心技术和较强的研发能力, 生产效率较高, 产品质量较好。
3. 受行业景气度提升影响, 公司近年收入规模和盈利能力有所增强。
4. 公司 EBITDA 以及经营活动产生的现金流入量对本期拟发行中期票据覆盖程度较好。

关注

1. 聚酯链行业对原料进口及纺织需求依赖度高，易受国际需求及相关政策影响，且原材料价格易于波动，公司成本压力较大。
2. 聚酯链行业技术壁垒较低，行业竞争激烈。
3. 公司主要产品毛利率水平较低，整体盈利能力偏弱。
4. 公司债务规模上升，债务负担有所加重。

一、主体概况

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：江阴兴洲投资有限公司持股 27.04%，江阴金港投资有限公司持股 14.44%，江阴鼎良投资有限公司持股 10.61%，江阴良源投资有限公司持股 9.81%，江阴宏福投资有限公司持股 9.81%，江阴伟业投资有限公司持股 8.55%，江阴庆裕投资有限公司持股 7.17%，江阴高润投资有限公司持股 6.57%，江阴协力投资有限公司持股 6%。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 37.88% 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 2010 年底，公司（合并）资产总额为 162.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 73.80 亿元；2010 年，公司实现营业收入 205.69 亿元，利润总额 8.68 亿元。

截至 2011 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 178.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 78.84 亿元；2011 年 1-9 月，公司实现营业收入 195.94 亿元，利润总额 7.22 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。

二、本期中期票据概况

公司于 2011 年注册中期票据 19 亿元，分两期发行，其中 2011 年第一期 10 亿元已于 2011 年 6 月发行，2012 年计划发行 9 亿元（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据期限为 3 年。本期中期票据采用固定利率方式，采用单利按年付息，不计复利。

公司发行本期中期票据所募集资金将用于以下方面：

（1）补充流动资金

本期中期票据发行所募集资金中，5.14 亿元将用于补充公司中期流动资金，主要用于补充 PX 和 PTA 的采购资金需求。

（2）偿还银行贷款，改善融资结构

本期中期票据募集资金中，3.86 亿元将用于偿还公司部分银行贷款和一年内到期长期负债，从而降低融资成本，优化财务结构，提高资金使用效率。

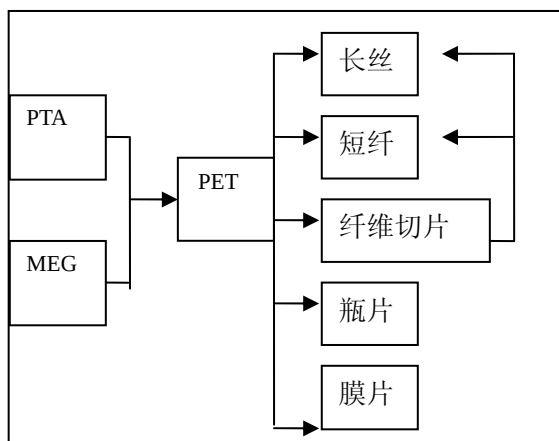
三、行业分析

公司是一家以聚酯化纤、纺织为主业的生产型企业集团，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。

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，其产业链如图 1 所示。

图 1 聚酯产业链示意图



资料来源：公司提供

（1）聚酯切片行业

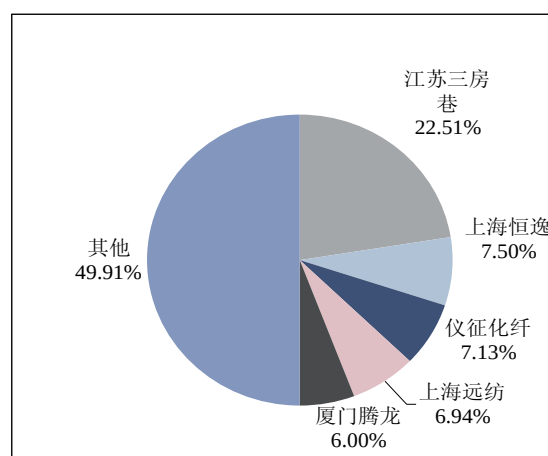
聚酯切片具有较高的粘度、较低的乙醛含量、较好的结晶性、耐热性和尺寸稳定性等特征。由于聚酯瓶对原材料聚酯切片的质量要求较高，该用途的聚酯切片称为聚酯瓶片或瓶级切片。

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 Voridian、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（图

2），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，由于新投产的瓶级切片项目产品质量要求提高，同时下游包装瓶、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，现有生产线基本满负荷运行，市场可开拓空间很大。

图 2 2010 年国内主要聚酯瓶片生产商产能占比



资料来源：公司提供

2009 年全球聚酯瓶片产能已经突破 1800 万吨，而中国以将近 400 万吨的产能占了大约 22.2%。根据国家统计局和海关的统计数据，中国 2010 年 1-12 月份聚酯切片产量为 1189.16 万吨，同比增加 2.70%；1-12 月份进口聚酯切片纤维级 21.75 万吨，出口 7.08 万吨；进口瓶级 2.03 万吨，出口 70.64 万吨；新增资源（产量+纤维级进口+瓶级进口）1212.94 万吨，净增资源（新增资源-纤维级出口-瓶级出口，即表观需求）1135.22 万吨，显示中国聚酯切片产业的市场需求较为强劲。预计 2011 年中国聚酯瓶片产能将突破 500 万吨。

（2）聚酯纤维行业

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 2008 年金融危机影响, 2009 年 1-2 月, 全行业开工率普遍处于低位, 但从 2009 年 3 月起, 随着下游纺织行业逐渐复苏, 对聚酯纤维产品的需求得以逐步恢复。根据中国化学纤维工业协会统计数据显示: 2009 年国内生产聚酯纤维 2204.39 万吨, 同比增长 14.52%, 远高于 2008 年同期 4.13% 的增幅; 而 2010 年实现 2852.42 万吨的产量, 同比增长 16.05%, 继续保持高速增长, 呈现出回升趋势; 2011 年 1-7 月实现 1752.92 万吨的产量, 同比增长 17.03%。

2010 年棉价强劲上涨, 可作为棉花替代品的聚酯短纤, 与棉花的吨价差已突破万元, 而从历史来看, 正常价差应在 3000-4000 元 / 吨。巨大的价差一方面有利于打开短纤的利润空间, 另一方面短纤相对棉花的替代量会逐渐加大, 需求将持续走高。在结构调整、产业升级以及需求增加等诸多因素的共同推动下, 行业步入景气度向好。

进入 2011 年以来, 原油价格不断上涨, 带动聚酯原料 PX、PTA、MEG 价格也不断上涨, 棉花经过大跌后也逐步回弹, 涤纶行业开工率较高, 企业产量和效益都出现较好行情。但进入 3 月份后, 棉花、特别是 PTA 价格大幅下挫, 企业库存明显增加, 下游开工不足, 行情有所转差。5 月份以来, 原油价格不断下跌, 但 PX、PTA、MEG 价格依然有所回升, 截至 10 月份, 原油价格出现反弹, 但由于纺织市场疲软, 棉价再度下跌, PX、PTA、MEG 价格也随之出现下跌。

表 1 08~11 年 (1~7 月) 聚酯纤维产能情况

项目	短纤		长丝	
	产量 (万吨)	同比增减 (%)	产量 (万吨)	同比增减 (%)
2008	721.64	2.70	1282.92	4.95
2009	789.17	13.88	1415.22	14.88
2010	843.22	11.52	1670.11	19.46
2011(1-7)	496.06	13.76	1068.79	20.73

资料来源: 中国化学纤维工业协会

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。

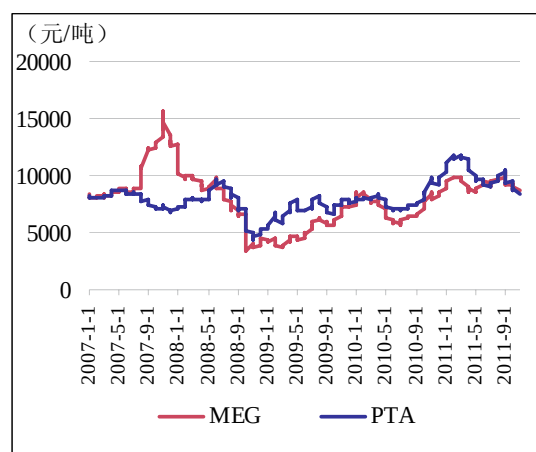
综上所述, 公司主要涉足的聚酯切片、聚酯纤维行业已步入发展成熟阶段, 属于市场竞争比较充分的行业, 整体毛利率水平较低。鉴于产品差异化程度低的行业特征, 决定了市场主体的竞争力获得更多需要依靠产品品质和低廉价格, 故而规模效应、技术优势和管理水平对主体竞争力的影响非常重要。

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。

图 3 国内 PTA 和 MEG 现货价格情况



资料来源: wind 资讯

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精对苯二甲酸 (以下简称 “PTA”)

和乙二醇（以下简称“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。

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，但现阶段国内 PTA 和 MEG 的产能仍明显滞后于聚酯链行业的发展，原料总体自给率不足。国内原料、聚合、抽丝切粒的产能比约为 0.7: 1.1: 1.25，该产能结构意味着行业的原料需求缺口还比较大。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，原料价格和供应量的不稳定，已成为国内聚酯链行业发展的瓶颈。

（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。但从 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。直至 2009 年 2 月，纺织行业各项主要指标开始从谷底逐月回升。根据中经纺织产业景气指数报告显示，2010 年纺织行业景气指数有所提高。中国纺织工业协会的相关数据也表明，2010 年纺织行业经济运行基本平稳，实现了产销同步增长，亏损企业减少，亏损额大幅下降，效益大幅提升。目前，行业回升向好势头得到一定巩固和加强。

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。2008 年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。另外，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，2009 年聚酯切片累计产量约 534.01 万吨，累计销量约 522.45 万吨，均比上年有所提高，产销双升是 2009 年聚酯瓶片市场的明显特征。根据相关资料统计，中国聚酯产能自 2004 年以来持续 6 年增长，2010 年增长率在 9.5% 左右，产能达到 2900 万吨，显示中国聚酯切片产业的市场需求较为强劲，行业预测 2011 年产能可以达到 3300 万吨。

一方面，纺织行业逐渐走出金融危机困扰，步入新一轮发展期，2010 年由于棉花产量的下降导致棉价暴涨，给替代性化纤纺织原料带来了非常好的发展机遇。另一方面，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。凭借安全、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，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，在本轮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，PTA、MEG 等供应相对紧张的局面短期内难以改变，使得相关原料价格居高不下，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）汇率风险和节能减排压力

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。

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

关于聚酯链行业，2009 年国务院常务会议通过的轻工业和石化产业调整振兴规划指出：加快石化行业技术进步，尽快建成投产乙二醇（MEG）等示范工程，合理化产业结构，转变发展方式。政府将从资金、税收、贸易鼓励等多方面加大对轻工业和石化产业的扶持力度。

2009 年 2 月，国务院还审议通过了纺织工业调整振兴规划，主要包括稳定纺织市场、提高自主创新能力、加快实施技术改造、淘汰落后产能、优化区域布局、加强自主品牌建设和提升企业竞争实力等方面的内容。

“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

2010 年，聚酯产品迎来了较好的市场行情，下游纺织业内销和出口趋旺，使各类合成纤维保持热销，而棉花价格的持续走高进一步助推了聚酯纤维的价格上涨，预计短期内棉花价格仍将高位运行，相应的聚酯纤维也将维持一定时期的高价格。聚酯包装需求依然旺盛，瓶级切片销售良好，后市价格将小幅上升。上游方面，2011 年上半年，国际原油走势分两个

阶段，前四个月国际原油表现为一轮快速上涨；而油价在5月初见顶后则转为快速回落。欧美原油期货在上涨阶段最高一度升至两年来最高位置，北海原油收盘最高升上120美元/桶；纽约原油最高升上110美元/桶。截至6月底，欧美原油期货已经回落至年初2月份原油上涨之前水平。上半年，油价区间上移，导致合成纤维原料及化工辅料的上涨，抵消一部分聚酯产品的利润，随着5月份以来原油价格的回落，聚酯产品的利润压力将有所减轻。

产能扩张方面，聚酯链行业在纺织、轻工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。

（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。目前全行业仍处于转型阶段，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，上游企业产能增加，下游企业发展势头好转，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。

四、基础素质分析

1. 企业规模与竞争实力

公司是中国地区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。2010年公司的聚酯产能规模达到了200万吨/年，其中瓶级切片年产能120万吨、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，公司能够及时依据市场需要调整生产合适的纤维产品。

表2 公司聚酯产能与行业领先企业产能比较

单位：万吨/年

项目	三房巷	行业排名	行业领先企业各自产能
瓶级切片	120	第一	上海远纺 55；常州华润 49；仪征化纤 42；江阴澄星 27。
聚酯短纤	80	第一	仪征化纤 52；浙江远东 42；厦门翔鹭 35；华宏 20
纤维切片*	80	第二	仪征化纤 130；浙江远东 42；厦门翔鹭 35。
总产能	200	第一	仪征化纤，年产172万吨；

资料来源：公司提供

*注：聚酯短纤与纤维切片产能可互转

公司生产的各系列产品在业内具有较高知名度，在国内外市场中保有稳定的市场份额。其中瓶级切片凭借较高的产品品质获得了FDA、EU、可口可乐、百事可乐等产品认证，以及ISO9001、ISO14001、GB/T28001、HACCP等体系认证，产品出口额牢牢占据全国瓶片出口总额的一半以上。公司凭借完善的技术创新体系，成为GB/T14190-93和GB/T14338-93国家标准的修订起草单位，

近年来，公司取得了良好的经营业绩。2007-2009连续三年产量和销售总额在行业中排名第一，2010年位列中国企业500强榜单第

264 位。公司以专业化、市场化为原则，注重品牌发展战略。“翠钰”（JADE）牌瓶级切片出口世界七十多个国家和地区，并在十多个主要目标市场国进行了商标注册，产品因过硬的质量被客户称作“水晶切片”，享有较高的市场美誉度。“三房巷”牌聚酯短纤于 2009 年获得“中国驰名商标”称号，并连续两次获评江苏名牌产品。品牌优势为企业参与市场竞争提供了有力支持。

2. 技术及装备水平

公司现有装置均采用国际一流设备，如：聚合工艺选用杜邦公司的三釜短流程工艺，具有原料及动力单耗低的优势；短纤选用德国纽马格公司专利技术，单线产能世界第一；瓶级切片选用瑞士布勒公司技术，公司的 SSP 技术在全球市场占比处于绝对领先地位。装置均在近 5 年内建设，主体设备从美欧日等国引进，保证了设备运行的稳定可靠。

技术方面，由于目前公司的酯化聚合、短纤生产及固相增粘装置均购自世界上掌握该领域最先进技术的厂家，保证了企业生产技术与国际先进水平保持一致，且大多数设备的单线产能达到当今世界最高标准，最大地发挥了现有技术水平下的规模效应，进而降低产品单位成本。

公司采用的三釜流程（酯化釜、预缩聚釜、终缩聚釜）技术，不同于其他五釜流程（第一酯化釜、第二酯化釜、预缩聚釜、缩聚釜、终缩聚釜），主要的酯化工艺采用高 EG/TPA 摩尔比和较高的酯化温度来强化反应条件，加快反应速度，缩短反应时间，产品质量稳定，生产效率大大提高，装置可长期连续稳定运转，投资成本比传统工艺降低约 25%，生产成本降低 40%。工艺流程的简化，生产效率的提高，生产规模的扩大，单线产能的提升，已成为当今聚酯生产先进技术的代表和发展趋势。

3. 人员素质

截至 2011 年 9 月底，公司高层管理人员 5 人，平均年龄约 45 岁。公司董事长卞平刚先生，47 岁，大学文化，经济师。曾任集团公司副董事长、副总经理，现任集团公司董事长、股份公司董事长。卞先生作为公司创业团队的成员之一，也是公司第二代领导层的核心，在公司创业和发展历程中，积累了丰富的管理经验，创造了良好的经营业绩，多次被评为无锡市优秀经理（厂长）、无锡市乡镇工业优秀厂长、无锡市明星厂长（经理）等。卞先生同时是无锡市人大常委。

公司拥有博士后工作站，并与中科院、南京大学、上海交通大学等高校科研院所建立产学研关系。公司下设以产品为对象的研发中心，目前有高级工程师 13 人，工程师 61 人，各类专家 17 人，从组织上形成了产品开发支撑体系，为公司的生产研发奠定了人力资源基础。

截至 2011 年 9 月底，公司在职员工共 6395 人，其中生产人员占 88.07%；管理人员占 6.95%；研发人员占 3.02%；销售人员占 1.96%。员工中大专以上学历人员占 27.53%，高中中专人员 65.26%，初中及以下人员占 7.21%。

在多年的发展过程中，企业形成了一套有效的用人机制。总体看，公司管理层人员专业素质较高，行业经营管理经验丰富；公司具备产品自主研发和技术创新的人力资源；公司员工结构符合行业劳动密集型企业的一般特点。目前公司的人员结构和人才储备，基本能够适应公司发展的需要。

4. 外部环境

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。

江苏作为国内经济强省，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，这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。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。

综合分析，公司主业领域生产规模较大，主导产品品质较高，具备一定的市场优势；公司生产技术和装备水平在同行业中处于领先水平，自建研发队伍有利于进一步实现差异化优势；公司所处地区产业集群化程度高，生产成本相对较低，交通便利，基础设施雄厚。整体看，公司在国内外聚酯链行业领域综合竞争实力较强。

五、管理分析

公司是从乡镇企业基础上发展起来的民营企业集团，成长过程中没有历史包袱，市场反应灵敏。目前公司由三房巷村民投资设立的九家投资公司共同持有股权，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 37.88% 的股份（表 3），是公司实际控制人。

表 3 自然人通过投资公司间接持有公司股份比例

股东名称	投资公司持股	自然人间接持股*
江阴兴洲投资有限公司	27.04%	卞兴才 15.41%(56.99%)
江阴金港投资有限公司	14.44%	卞平刚 7.04%(48.72%)
江阴良源投资有限公司	9.81%	卞良才 4.78%(48.73%)
江阴宏福投资有限公司	9.81%	卞复侯 3.38%(34.47%)
江阴鼎良投资有限公司	10.61%	薛纪良 4.73%(44.57%)
江阴伟业投资有限公司	8.55%	卞惠刚 2.54%(29.66%)
江阴庆裕投资有限公司	7.17%	-- --
江阴高润投资有限公司	6.57%	-- --
江阴协力投资有限公司	6%	-- --
合计	100%	37.88%

资料来源：根据公司资料整理

*括号内为自然人持有投资公司股份比例

公司经过多次改制，从传统的家族式管理过渡到现代企业管理制度，建立了法人治理体系，设立有股东大会、董事会、监事会等现代公司管理模式，依照章程进行公司治理。董事会成员 9 人，由董事会聘任的经理，行使日常经营管理职权，并对董事会负责。监事会成员 3 人，行使对公司日常经营活动及重大事项的监督职能。

公司下设办公室、财务部、安保部、基建部、运输部、供应部、外经部、销售部、发展部和研发中心等 10 个职能部门，并根据各部门具体职能制定了详尽的管理制度和标准，财务方面严格审批程序，设备管理方面强化操作规程，人力资源方面注重制度用人等等。同时，作为生产型企业，公司尤其注意在安全生产和隐患排查方面的严格规范，成为企业标准体系中管理标准的重要组成部分，广泛适用于公司各个部门职责和权限的管理。

公司对下属控股公司和全资子公司的管理采取董事会指导下的分管领导负责制，统一协调各生产经营单位的活动，有效服务于公司的整体经营目标。

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。机构设置较为合理，内控机制较为健全，能够满足日常经营管理要求。

六、生产运营

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。

表 4 数据显示，公司 2008-2010 年及 2011 年 1-9 月分别实现主营业务收入 166.64 亿元、158.62 亿元、205.08 亿元和 195.01 亿元。从产品分类看，2008-2010 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保持在 85%以上, 2011 年 1-9 月继续保持较

高比重, 达到 89.45%。公司主营业务突出。

表 4 2008-2011 年(1-9 月)公司主营业务收入及占比情况

业务项目	占主营业务收入比(%)				主营业务收入(万元)			
	2008	2009	2010	2011(1-9)	2008	2009	2010	2011(1-9)
聚酯切片	53.18	54.30	55.49	54.66	886192	861263	1138041	1086028
聚酯化纤	33.78	31.96	30.97	32.74	562930	506863	635072	658385
纺纱印染	6.47	7.30	7.68	8.17	107757	115817	157465	119279
其它业务	6.57	6.44	5.86	4.43	109482	102214	120225	86453
合计	100.00	100.00	100.00	100.00	1666361	1586157	2050803	1950145

资料来源: 公司审计报告

由于行业进入成熟期, 市场竞争激烈。2009 年受聚酯纤维产品均价下降以及纺织行业需求不畅等多重影响, 公司主营业务收入略有下降, 降幅为 4.81%, 但得益于公司改善产品结构的努力和 PTA 及 MEG 等原材料价格的回落, 2009 年综合毛利率略有上升, 为 5.2%, 毛利润也达到 8.28 亿元, 小幅回升。2010 年, 在内需市场稳步增长、国际市场逐渐好转的拉动下, 化纤行业运行保持良好态势, 公司产品销售势头良好, 主营业务收入增幅较大, 同比增长 29.29%, 同时综合毛利率上升为 6.17%。2011 年 1-9 月, 公司保持了良好的发展势头, 产品销售稳定增长, 实现主营业务收入 195.01 亿元。由于行业竞争充分, 成熟度高, 聚酯链产品的整体毛利率水平较低。

表 5 2008-2011 年(1-9 月)公司毛利率情况

业务项目	毛利率(%)			
	2008	2009	2010	2011(1-9)
聚酯切片	4.65	5.00	5.38	5.00
聚酯化纤	3.86	4.39	6.39	5.17
纺纱印染	8.00	8.39	9.57	7.50
其它业务	5.98	7.55	8.05	6.82

注: 毛利率=(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入

资料来源: 公司审计报告

2. 原料采购

公司日常生产使用原料主要包括 PTA 和 MEG, 两者合计占到生产总成本的八成左右, 其中 PTA 占生产总成本比重约为 60%, MEG 占生产总成本的比重约为 20%, 前者主要从国内采购, 后者主要依赖进口, 原料集中度和依赖性都比较高, 其供应的波动会直接影响到公

司的生产运转。

表 6 2008-2011 年(1-9 月)主要原材料采购情况

项目	PTA		MEG	
	采购量(吨)	采购价格(元/吨)	采购量(吨)	采购价格(元/吨)
2008	1368607	6384	523670	6433
2009	1497177	5580	695470	4160
2010	1728329	6440	690858	5607
2011(1-9)	1291618	8370	490400	7490

资料来源: 公司提供

鉴于主要原材料采购对公司生产经营影响很大, 为了确保采购的稳定性, 公司采取国外长单与国内现货相结合的采购方式(可根据国内外市场价格情况确定各自采购比例), 通常 80%左右根据需求量通过合约的方式采购, 剩余 20%左右则在市场价格相对低位时以现货方式买入。公司根据采购合同, 与供应商约定月度原料采购量, 结算价格参考中华化工网公布的市场价格、Britain Petroleum (BP)、DOW、SABIC 等全球大型石油公司的每月亚洲供货合约价来约定。国外长单在保证采购批量的前提下, 能以 ICIS 平均价减折扣作为采购合同价, 同时辅以灵活的现货买卖调节生产所需原料, 遇到原料上涨时, 提高现货比例。原料采购结算方式以现款和信用证为主, 银票为辅。公司主要原材料合约客户比较稳定。

聚酯链行业居于石化行业下游, 除了石油资源本身稀缺性造成的限制, 再加上国内聚酯企业众多, 产能分散情况较严重, 导致公司在原材料采购过程中, 议价能力不足, 处于相对弱势地位。

表 7 2011 年 1-9 月公司主要原料供应商情况

单位：万元，%

PTA			MEG		
供应商	金额	占比	供应商	金额	占比
亿丰化纤(香港)	92195	8.76	MEGGLOBAL	153380	41.60
石狮佳龙石化纺织	89576	8.28	中石化华东分公司	57106	15.63
东方希望集团有限公司	83568	7.80	沙伯基础(上海)商贸有限公司	35399	9.64
日本伊藤忠	83013	7.88	乐天大山油化	24948	6.93
中石化华东分公司	65299	6.03	沙伯基础(上海)商贸有限公司	13388	3.58
合计	413651	38.75	合计	284221	77.38

资料来源：公司提供

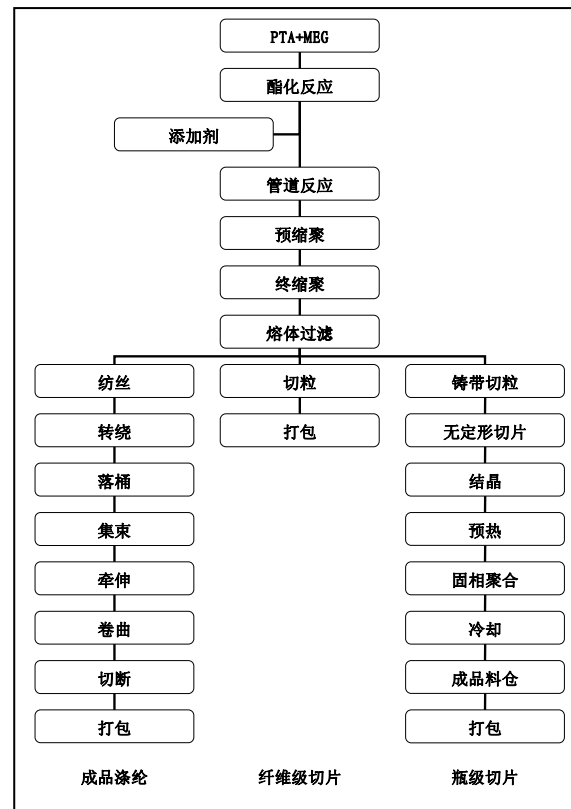
原材料的运输服务由供应商提供。鉴于公司地处长三角中心地带的区位优势，陆路、水路交通都比较便利。通过陆路运输的原材料可以直接到达生产厂区，水路运输的原材料由供应商负责运抵长江码头，公司建设了专有码头用于仓储。原料运输成本已包含在供应商提供的原料价格内。

3. 产品生产

原材料 PTA 和 MEG 经酯化反应生成聚酯，加入添加剂后经管道反应，再经预缩聚、终缩聚和熔体过滤等生产工艺，依照不同用途通过后续工序加工成为不同产品，经铸带切粒、结晶、固相聚合等一系列工序最终生产出瓶级切片；通过纺丝、转绕、集束、牵伸等工序产出涤纶纤维；其中涤纶纤维的产能可与纤维切片相互转化，公司产品具体生产工艺流程参见图 6。

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。此外，公司通过聘请国内外专家，从事技术指导，工艺改进，以及产品研发方面的工作，重视科研和创新，对提升产品品质、实现差别化战略起到了积极作用。例如，公司将涤纶改性后，使涤纶向棉的特性指标靠拢。这项具有行业革新的技术变革在迎合了市场需求的同时，也给公司创造了可观的经济效益和社会效益。

图 4 公司产品生产工艺及流程



资料来源：公司提供

近年来，随着市场容量增加，公司不断扩建产能，除了在位于三房巷工业园的新厂区建成投产新的瓶级切片和涤纶短纤生产线外，还对老厂区旧有设备进行技术改造和项目升级，如将老厂区的 CP5 生产线由原有的聚合 15 万吨/年升级到 20 万吨/年，充分挖掘生产潜力，目前公司已达到 200 万吨/年的聚酯产品产能，有效提升了市场地位，规模效应逐渐显现。

公司 60 万吨 PTA 项目于 2011 年 9 月下旬正式投产，标志着公司产业链向上游进一步延

伸。2011 年 10 月下旬，该项目已实现达产，对公司整体竞争力的增强起到了重要推动作用。2010 年公司成立三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，同意公司在新加坡参股建设炼油芳烃联合装置项目，参股比例为股权的 30%。项目建成后，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，从而进一步延伸公司原材料产业链，减轻公司成本压力。该项目总投资约 22 亿美元，其中资本金 5.5 亿美元，其他通过国际银团融资解决。公司参股本金比例由其与 JAC 公司双方最终商定，就参股本金部分，发改委批复，公司自筹资金 33%，银行融资 67%。截至 2011 年 9 月底，公司已投入资金 1.38 亿美元。

表 8 目前公司主要生产线产能状况

生产线	主要产品	产能
CP1	瓶级切片	聚合 10 万吨/年、固相增粘 10 万吨/年
CP2	瓶级切片	聚合 10 万吨/年、固相增粘 10 万吨/年
CP5	瓶级切片	聚合 20 万吨/年、固相增粘 20 万吨/年
CP3	涤纶短纤	聚合 20 万吨/年、涤纶短纤 20 万吨/年
CP4	涤纶短纤	聚合 20 万吨/年、涤纶短纤 20 万吨/年
CP6	涤纶短纤	聚合 20 万吨/年、涤纶短纤 20 万吨/年
CP7	涤纶短纤	聚合 20 万吨/年、涤纶短纤 20 万吨/年
CP8	瓶级切片	聚合 20 万吨/年、固相增粘 20 万吨/年
CP9	瓶级切片	聚合 20 万吨/年、固相增粘 20 万吨/年
CP10	瓶级切片	聚合 20 万吨/年、固相增粘 20 万吨/年
CP11	瓶级切片	聚合 20 万吨/年、固相增粘 20 万吨/年

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。2008-2010 年，公司主要产品瓶级切片产销量持续增长。

表 9 2008-2011 年(1-9 月)公司主要产品产销情况

单位：吨

项目	2008	2009	2010	2011(1-9)
切片	产量	956786	1130528	1333835
	销量	972782	1127305	1350210
涤纶化纤	产量	622355	674015	662591
	销量	645657	651555	685299
粘胶化纤	产量	38846	38507	36166
	销量	39486	38141	35276
棉、化纤沙	产量	38643	45616	44525
	销量	30002	42049	42758
其他产品	产量	17634	17435	21231
	销量	18051	18604	20551

资料来源：根据公司资料整理

公司凭借多年来稳定的产品品质和良好的信誉，在国内外市场赢得了较好的口碑，无论是内销还是出口，都跟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。

表 10 公司分类客户比例情况

客户类别	占总客户比	占总销量比	主要分布地区销量比			
			江苏	江西	湖南	海外
协议	40%	82%	55%	9%	8%	7.5%
一般	18%	8%	3%	1%	1.2%	2%
潜在协议	20%	7%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
零星	22%	3%	3%	--	--	--

资料来源：公司提供

公司主导产品瓶级切片，出口占产量比重长期在 50%左右，同时也占到国内瓶片出口总量的五成，主要出口到俄罗斯、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。近两年受金融危机

影响, 国外需求有所减少, 但国内市场发展迅速, 内销比重逐渐上升。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 11 2011 年(1-9 月) 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
LG INTERNATIONAL CORP	63357	68549	6.31
可口可乐企业管理(上海)有限公司	68681	65313	6.01
浙江黄岩洲锦实业有限公司	38957	42939	3.95
娃哈哈宏振食品饮料贸易公司	30592	33691	3.10
珠海中富实业股份有限公司	31289	33426	3.08
合计	232876	243918	22.46

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。经过多年的市场开拓, 公司已维护并形成了一批忠实客户。“三房巷”牌涤纶短纤, 在国内主要的短纤市场江苏、江西、湖南等地都占有较大优势, 公司通过与客户签订全年合同, 采取合约销售以及扩大销售区域等措施保证销售状况的稳定。2008 年短纤销售受金融危机影响出现波动, 2009 年下半年开始恢复。2010 年棉价暴涨客观上拉抬了聚酯短纤的市场行情, 产品供不应求。2011 年 1-9 月, 公司短纤销售情况良好, 收入超过上年全年水平。

表 12 2011 年(1-9 月) 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
厦门锦厦科技有限公司	27876	32319	4.91
宁波大榭开发区怡华商贸公司	22074	25453	3.87
上海坤银纺织原料有限公司	20201	23506	3.57
济南华威纺织有限公司	19174	22359	3.4
厦门国贸集团股份有限公司	18024	21215	3.22
合计	107349	124852	18.97

资料来源: 公司提供

销售物流方面, 除个别大客户自行安排产品运输外, 公司通过选择市场上有实力的物流服务供应商, 定期定量进行公开运价招标, 使销售物流保持低于市场平均运价的水平, 以控制产品的销售成本。公司货款结算采取款到发货方式, 不存在产品销售方面的应收账款, 有

效保障公司的货币流动性。

公司自建销售团队, 通过对行业发展和客户需求方面的经验积累, 辅以灵活的销售策略, 培育和提高客户的忠诚度, 扩大销售份额。

5. 经营效率

公司 2008-2010 年资产总额和所有者权益保持稳定, 分别年均复合增长 13.18% 和 10.46%。

2008-2010 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有波动中有所上升, 2010 年分别为 22.12 次、8.04 次和 1.41 次。总体上, 公司经营效率较好。

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。公司已经建成年产 60 万吨 PTA 项目, 有效缓解了上游原材料对公司发展造成的瓶颈, 实现了产业链向上延伸。公司未来主要建设项目围绕主业核心, 已向省市发改委备案, 并取得相关环保批复。相关建设项目的实施, 将有望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, 完善产业链布局, 增强公司的综合竞争实力。

表 13 公司未来拟建项目(2012-2016)

名称	总投资	资金来源	
		贷款	自筹
30 万吨薄膜项目	229000	140000	89000
120 万吨 EPTA 项目	297100	189000	108100
60 万吨涤纶功能性纤维项目	306500	184000	122500
合计	832600	513000	319600

资料来源: 公司提供

为了扩大市场占有率, 增强企业抗风险能力, 公司在突出主营业务聚酯瓶片、聚酯化纤的同时, 还积极发展纺织印染、热电等配套产业, 涵盖新兴聚酯瓶片、新材料、民用纺织、

产业用纺织等领域。

在产品生产和科技创新方面，除了充分挖掘和发挥生产环节的规模效应，适度开展技术改造外，在稳定现有产品体系的基础上，进一步加强高附加值产品的研发，提高产品的利润率。

综上分析，公司主业突出，现有生产设备及技术工艺先进，生产规模大，产品品质高，品牌效应明显，在同行业中居于优势地位。但公司所属行业成熟度高，市场竞争激烈，毛利率水平较低。近年来，公司为了加强和巩固行业优势地位，除了继续加强差别化、高端化产品的研发，还积极延伸产业链，适当开展多元化经营，初步取得了较好的成果。随着公司产能继续提高，上游延伸项目的建成投产，以及配套设施的完善，公司综合竞争力有望进一步增强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2008~2010 年财务报表已经江阴虹桥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 2008~2009 年财务报表执行旧会计准则，2010 年及 2011 年 1~9 月财务报表执行新会计准则，公司 2011 年 1~9 月财务数据未经审计，故以下财务分析以 2010 年为主。

截至 2010 年底，纳入公司合并范围的二级子公司为 30 家，较上年新增 4 家，分别为江苏三房巷创业投资有限公司、江阴三房巷聚化科技开发有限公司、江苏三房巷国际储运开发有限公司、江苏兴业聚化有限公司。截至 2011 年 9 月底，新增江阴三房巷经贸有限公司，江苏三房巷创业投资有限公司由于控股股东变更为自然人投资，不再纳入公司合并报表范围内。合并范围的变化对公司整体财务报表影响不大，报表具有可比性。

截至 2010 年底，公司合并资产总额 162.48

亿元，所有者权益（含少数股东权益）73.80 亿元；2010 年公司实现营业收入 205.69 亿元，利润总额 8.68 亿元。

截至 2011 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 178.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 78.84 亿元；2011 年 1-9 月，公司实现营业收入 195.94 亿元，利润总额 7.22 亿元。

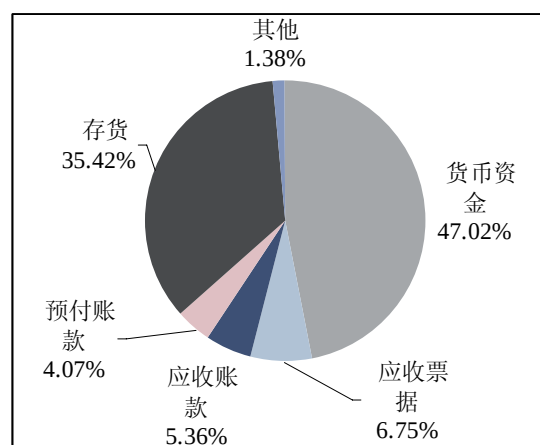
2. 资产质量

2008~2009 年公司资产总额规模变化不大。截至 2010 年底，公司合并资产总额 162.48 亿元，较上年增长 26.06%，主要是由于公司收入规模扩大引起的存货的增加以及下属江阴民丰农村小额贷款有限公司业务增加而带来的发放贷款及垫款的增加，其中流动资产占 46.81%，非流动资产占 53.19%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

截至 2010 年底，公司流动资产合计 76.05 亿元，以货币资金和存货为主，分别占 47.02% 和 35.42%，其他占比较大的还有应收票据、应收账款和预付账款（参见下图）。

图5 2010年底公司流动资产构成情况



资料来源：审计报告

2008~2010 年，公司货币资金增幅较大，年均增长 9.98%，2009 年底公司货币资金增幅规模较大，主要是公司 2009 年受经济危机影响，原材料采购量下降引起，同时公司增加银行承兑汇票、信用证及质押贷款保证金所致。

截至 2010 年底，公司货币资金为 35.76 亿元，较上年年底增加 4.40 亿元，主要是由于合并范围增加带来的余额的增加。公司货币资金为流动资产最主要的构成部分，主要是银行存款（占 43.49%）和其他货币资金（占 56.44%）构成。其中其他货币资金主要由银行承兑汇票、信用证及质押贷款保证金构成。

2008~2010 年，公司应收款项（应收票据+应收账款）规模有所增长，其中公司逐年增加票据结算方式。截至 2010 年底，公司应收票据 5.13 亿元，全部为银行承兑汇票。截至 2010 年底，公司应收账款账面余额 4.08 亿元，从账龄来看，1 年以内占 98.10%，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 34.32%，集中度较低。由于公司的应收款项 90%以上为信用证结算产生，故公司未计提坏账准备。

2008~2010 年，公司存货受公司业务规模扩大影响而有所增加。2009 年上半年，公司加大了低价原材料的采购，从而使得存货账面余额较上年年底增长 8.59%。截至 2010 年底，公司存货账面余额 26.93 亿元，其中原材料占 70.03%，产成品占 23.14%，半产品占 6.83%，其中存货中产成品和半产品主要是棉纱和染色板块产生的。截至 2010 年底，公司计提存货跌价准备 0.11 亿元，计提比例 0.04%。

非流动资产

截至 2010 年底，公司非流动资产为 86.43 亿元，其构成主要以固定资产（占比 48.49%）、在建工程（占比 22.80%）、可供出售的金融资产（占比 7.20%）及发放贷款及垫款（占比 8.49%）为主。

截至 2010 年底，公司可供出售的金融资产为 6.22 亿元，为持有的华泰证券的限售股，其价值按照 2010 年 12 月 31 日股票交易所市值计算所得。

截至 2010 年底，公司发放贷款及垫款 7.34 亿元，主要为下属江阴民丰农村小额贷款有限公司业务增加而带来的增幅。其中，贷款余额

前十名共计 2.53 亿元，占发放贷款及垫款总额的 34.47%，期限均为一年以内，客户贷款金额均不超过 5000 万元。总体看，贷款集中度较低，或有风险较小。

截至 2010 年底，公司长期股权投资 7.23 亿元，主要投资见下表。

表 14 2010 年公司长期股权投资情况（单位：万元）

序号	被投资单位	2010 年末余额
1	江阴苏龙电厂	19784.89
2	长江公路大桥资金筹集办	80.00
3	上海石油化工	35.00
4	交通银行	75.00
5	无锡国信置业有限公司	11471.61
6	国联信托有限责任公司国联汇富 8 号	1000.00
7	江阴周庄中科双盈创业投资有限公司	22875.38
8	新加坡裕廊芳烃集团公司	17020.33
合计		72342.21

资料来源：审计报告

由于公司进入相对稳定的生产运营阶段，2008~2010 年，公司固定资产较为稳定。截至 2010 年底，公司固定资产账面价值 41.91 亿元，主要由房屋及建筑物（占 22.58%）、机器设备及其他设备（占 74.70%）、运输设备（占 0.41%）、土地（占 2.31%）组成。截至 2010 年底，公司固定资产累计折旧 34.76 亿元。

截至 2010 年底，公司在建工程 19.70 亿元，主要是设备安装工程（占 77.97%）和土建工程（占 22.03%），较上年增加 11.89 亿元，主要原因是公司在建的 PTA 项目投入增加 141864 万元、科技大楼增加 3842 万元以及瓶级切片、储运码头、涤纶短纤改造项目完工结转固定资产，导致在建工程下降。

公司无形资产和其他资产合计规模波动较小。截至 2010 年底，公司无形资产 3.51 亿元，主要以土地使用权为主。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额为 187.89 亿元，较 2010 年底增长 15.64%，其中长期股权投资增长较快，主要为新加坡 PX 项目的收购所致。资产构成较 2010 年底变动不大，其中流动资产占比有所增长，为 48.94%，

仍以非流动资产为主。截至 2011 年 9 月底，60 万吨 PTA 项目完成，在建工程转固定资产，导致在建工程的减少以及固定资产的增加。

综合看，公司资产以非流动资产为主，资产构成正常；流动资产中货币资金占比较大，现金类资产充足，资产流动性良好；但公司存货规模较大，具有一定的跌价风险。

3. 负债及所有者权益

负债

2008~2010 年，公司负债总额在波动中有所增长。截至 2010 年底，公司负债合计 88.68 亿元，其中流动负债占 75.85%，非流动负债占 24.15%。公司负债以流动负债为主，符合公司所处的行业特征。

公司流动负债受销售规模影响，2010 年增幅较大，截至 2010 年底，流动负债合计 67.26 亿元，主要由短期借款（占 54.99%）、应付票据（占 17.38%）和应付账款（占 15.21%）构成。

2008~2010 年，公司短期借款规模较大。截至 2010 年底，公司短期借款 36.99 亿元。

2008~2010 年，公司应付票据规模增幅较大，因为开立缴存 20%-50%保证金的银行承兑汇票是公司主要的结算方式。截至 2010 年底，应付票据 11.69 亿元，其中银行承兑汇票占比 87.17%。

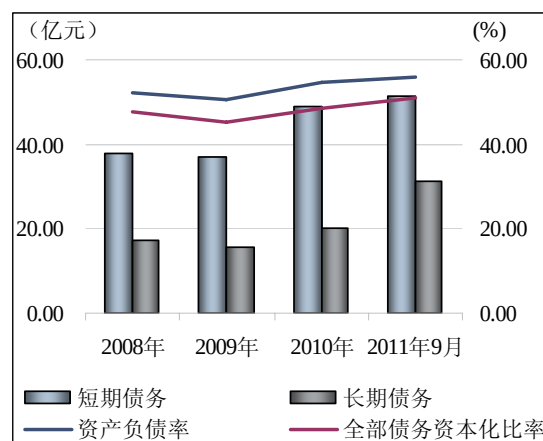
2008~2010 年，公司应付账款波动中呈增长趋势。截至 2010 年底，公司应付账款 10.23 亿元，包括公司主要产品所需原辅材料、外加工费、成品采购等供应商的往来款项。

2008~2010 年，公司非流动负债基本为长期借款，截至 2010 年底，公司长期借款为 19.97 亿元。

2008~2010 年，公司全部债务基本保持平稳，截至 2010 年底，公司全部债务 68.95 亿元。其中短期债务占 71.04%，长期债务占 28.96%。2008~2010 年，公司资产负债率基本保持稳定，2010 年底为 54.58%，负债水平适宜；全

部债务资本化比率和长期债务资本化比率均略有所上升，2010 年底两者分别为 48.30%和 21.29%。

图6 公司债务情况



资料来源：审计报告

截至 2011 年 9 月底，公司负债总额为 100.05 亿元，较 2010 年底增长 12.83%，主要是应付票据和应付债券增加所致；全部债务 82.38 亿元，其中短期债务占 62.29%，长期债务占 37.71%，长期债务占比有所上升。2011 年三季度增加的长期应付款为公司的设备租赁款。截至 2011 年 9 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均有所上升，分别为 55.93%、51.10%和 28.27%，债务负担有所增加。

总体看，公司债务水平适宜，但短期债务占比偏高，债务结构不尽合理。

所有者权益

2008~2009 年，公司所有者权益（含少数股东权益）较为稳定，截至 2010 年底，所有者权益合计 73.80 亿元，较上年增幅较大，主要是来自公允价值变动引起的资本公积的增加。2010 年底，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分别占 37.29%和 22.28%，所有者权益稳定性一般。

截至 2011 年 9 月底，公司所有者权益（含少数股东权益）合计 78.84 亿元，较 2010 年底增长 6.83%，主要是未分配利润的增长所致。

4. 盈利能力

2008~2009 年,受金融危机影响,公司主营业务收入呈下降趋势;同时受化纤产品及 PTA、MEG 等主要原料价格波动影响,公司盈利能力也有所波动。2008 年,受金融危机影响,公司营业收入大幅下滑;2009 年受聚酯纤维产品均价下降以及纺织行业需求不畅等多重影响,公司主营业务收入继续下降。受化纤行业景气度回暖及下游需求增长影响,2010 年公司实现营业收入 205.69 亿元,其中主营业务收入为 205.08 亿元。

期间费用方面,2008~2010 年,公司三项期间费用(销售费用、管理费用和财务费用)控制良好,保持平稳,2010 年合计 4.80 亿元,其中财务费用占 63.54%。近年公司快速发展,资金需求大,债务规模增长较快,导致财务费用规模较大,公司费用控制能力较好。

从盈利指标看,2008~2009 年,公司主营业务利润率受行业竞争激烈影响,保持较低水平,分别为 4.63%和 5.15%;2010 年,受聚酯产品价格上涨影响,公司营业利润率有所提高,为 6.39%;同期,公司总资产收益率和净资产收益率也有所波动,2010 年分别为 8.15%和 10.50%。总体看,公司整体盈利能力一般。

公司 2011 年 1~9 月实现营业收入和利润总额分别为 195.94 亿元和 7.26 亿元,占 2010 年全年的 95.26%与 82.47%,保持良好的经营态势。

5. 现金流

经营活动方面,2008~2009 年,受 PTA 及 MEG 价格大幅下跌引起涤纶丝各产品价格下滑,以及应收款的增加等因素影响,公司经营活动现金流入量呈下降趋势,但 2010 年受销售收入规模的扩大,其经营活动现金流入增幅较大,2010 年为 247.00 亿元。同期,公司经营活动现金流出量也有所波动,三年分别为 176.87 亿元、166.92 亿元和 230.14 亿元。2008~2010 年,公司现金流量净额有所波动,但整体

上仍处于较好水平,其中 2010 年为 16.86 亿元;公司现金收入比三年保持平稳,并处于较好水平。2008~2010 年,公司现金收入比分别为 111.82%、114.96%和 118.38%,公司收入的现金实现质量较好。总体看,公司经营活动整体上具有较强的现金获取能力。

投资活动方面,2008~2010 年,公司投资活动现金流入主要来自收回投资收到的现金和取得投资收益所收到的现金;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。2008 年,公司的投资支出金额较大主要是公司紧密纺项目投入所致。2009 年,公司的投资支出主要是 PTA 项目和 40 万吨聚酯技改项目投资支出。2010 年,公司的投资支出主要是增加了对江阴周庄中科双盈投资有限公司和 PTA 项目的投资。2008~2010 年,公司现金流量净额分别为-4.96 亿元、-6.87 亿元和-18.28 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增加银行借款和偿还债务。2010 年底,公司筹资活动净现金流量为 5.53 亿元。

2011 年 1~9 月,受行业整体环境良好平稳的影响,公司经营活动现金流保持良好态势,产生的现金流量净额为 13.62 亿元,同期,收回投资收到的现金大幅增加,主要为公司两家子公司股权转让所致;同期,公司投资活动现金流出 22.41 亿元,主要是投入新加坡 PX 项目的投资,投资活动现金流净额-19.59 亿元。2011 年 1~9 月,公司筹资活动产生的现金流量净额为 5.87 亿元。

总体看,公司经营活动具有较强的现金流获取能力,能够满足大部分投资的需要;未来公司投资规模适中,对外筹资压力不大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看,2008~2010 年,公司流动比率和速动比率基本保持平稳,2010 年受存货增加导致流动资产比例提高,两项指标分别为 113.07%和 73.03%。2008~2010 年,公

公司经营现金流动负债比保持较低水平, 2010 年底为 25.06%, 经营活动产生的现金流量净额对流动负债保障能力较弱。截至 2011 年 9 月底, 公司流动比率和速动比率分别为 124.82% 和 81.16%, 且流动负债中短期债务占比较高, 短期内存在一定支付压力。总体来看, 公司短期偿债能力指标偏弱, 短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看, 2008~2010 年, 公司 EBITDA 受利润总额影响而有所波动, 2010 年 EBITDA 为 18.39 亿元; 2008~2010 年, 公司全部债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数均有所波动, 2010 年分别为 3.75 倍和 4.73 倍。总体看, 公司 EBITDA 对全部债务及利息的保障能力较好。

截至 2011 年 9 月底, 公司未对外提供担保。

截至 2011 年 9 月底, 公司已获得授信总额约为 108.34 亿元, 尚未使用信用额度约为 25.68 亿元; 同时公司拥有 1 家上市公司, 其间接和直接融资渠道畅通。

八、本期中期票据偿还能力分析

公司本期中期票据发行额度 9 亿元, 占 2011 年 9 月底公司全部债务的 10.92%, 本期中期票据的发行对公司债务结构有一定影响。

截至 2011 年 9 月底, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 55.93% 和 51.10%。以 2011 年 9 月底财务数据为基础, 将已发行的 2011 年第一期中期票据加入考虑, 本期中期票据发行后, 公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 60.16% 和 56.25%, 公司债务负担加重; 考虑到公司本期中期票据募集资金中的部分用于置换银行借款, 公司实际债务比率可能低于上述模拟值。

截至 2011 年 9 月底, 公司现金类资产 42.14 亿元, 是本期中期票据的 4.68 倍; 将已发行的 2011 年第一期中期票据加入考虑, 为两期中期票据 19 亿元总额的 2.22 倍。

2008~2010 年公司经营活动现金流入量保持较大规模, 分别为本期中期票据发行额度的 20.83 倍、20.42 倍和 27.44 倍, 为两期中期票据总额的 9.87 倍、9.67 倍和 13.00 倍; 公司经营活动获取的现金流量净额有所波动, 分别为本期中期票据发行额度的 1.19 倍、1.87 倍和 1.88 倍, 为两期中期票据总额的 0.56 倍、0.89 倍和 0.89 倍, 公司经营活动产生的现金流对本期中期票据具有较好的覆盖能力, 对两期中期票据总额覆盖能力正常。

2008~2010 年公司 EBITDA 分别是本期中期票据的 1.48 倍、1.56 倍和 2.04 倍, 为两期中期票据总额的 0.70 倍、0.74 倍和 0.97 倍, 对本期中期票据覆盖能力良好, 对两期中期票据总额覆盖能力较好。

总体看, 公司对本期中期票据偿还能力较好, 对两期中期票据总额偿还能力正常。

九、综合评价

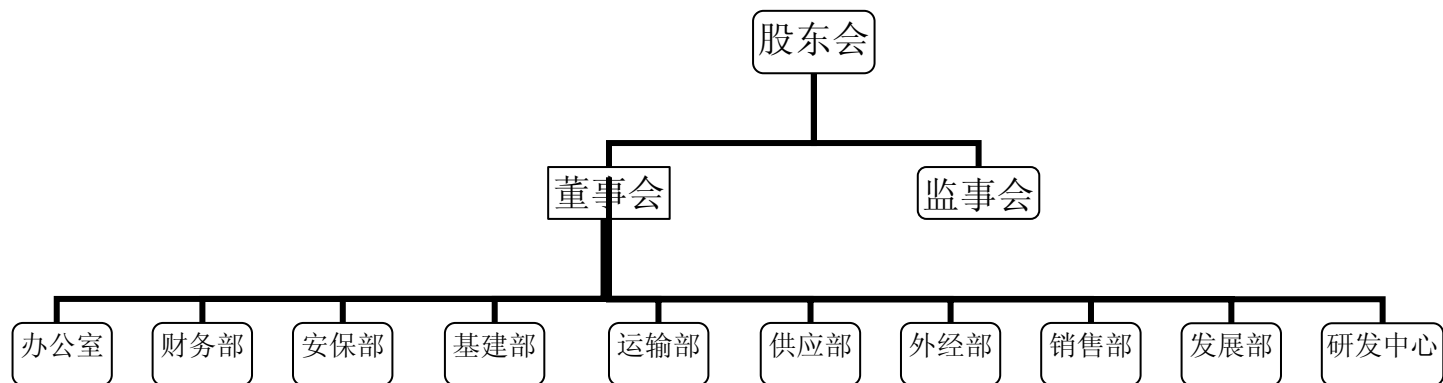
聚酯链行业仍处于转型期, 产品结构不合理、行业竞争压力大及原料价格波动频繁。但随着行业产品结构调整, 下游企业需求进一步好转及上游企业产能增加, 聚酯链行业面临良好的发展机遇。

公司是中国大陆地区聚酯短纤和聚酯切片的主要生产企业之一, 生产设备及工艺处于国际先进水平, 品牌效应明显, 市场竞争力强。未来, 公司已启动年产 60 万吨 PTA 上游原材料项目。随着该项目的建成投产, 将有助于公司上游原材料成本的控制, 综合竞争力有望进一步增强。

受金融危机影响, 公司产销规模有所萎缩, 进入 2010 年, 随着行业景气度提升, 公司经营情况良好, 但产品毛利率水平较低, 整体盈利能力偏弱。目前, 公司负债以流动负债为主, 整体债务负担处于行业适宜水平。公司现金类资产和经营性现金流对本期中期票据的覆盖程度较高。

总体看，公司对于本期中期票据具有较强的偿还能力，本期中期票据到期不能偿付的风险低。

附件 1-1 公司组织结构图



附件 1-2 截至 2011 年 9 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	江苏三房巷国际储运有限公司	卞志鸿	1000	100	仓储
30	江苏兴业聚化有限公司	卞惠刚	80000	90	聚酯长丝、薄膜

附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2008 年	2009 年
货币资金	302802.23	313665.19
短期投资		
应收票据	41418.89	42030.50
应收股利		
应收利息	867.16	235.38
应收账款	57855.06	51834.09
其他应收款	16342.72	15890.86
预付账款	63323.13	46773.73
应收补贴款	48.40	43.33
存货	192600.03	209145.88
待摊费用	476.44	641.81
一年内到期的长期债权投资		
其他流动资产		
流动资产合计	675734.06	680260.77
长期投资		
长期股权投资	37795.50	37509.50
长期债权投资	1011.22	1011.22
长期投资合计	38806.71	38520.71
<i>固定资产：</i>		
固定资产原价	703102.52	775712.21
减：累计折旧	238725.88	295678.64
固定资产净值	464376.64	480033.57
减：固定资产减值准备		
固定资产净额	464376.64	480033.57
工程物资		
在建工程	77374.69	78088.05
固定资产清理		
固定资产合计	541751.33	558121.62
<i>无形资产及其他资产：</i>		
无形资产	5818.85	5694.16
长期待摊费用	1355.28	1463.41
股权分置流通权	4875.92	4875.92
其他长期资产		
无形资产及其他资产合计	12050.06	12033.50
<i>递延税项：</i>		
递延税款借项		
资 产 总 计	1268342.15	1288936.61

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2008 年	2009 年
<i>流动负债：</i>		
短期借款	156900.30	282290.07
短期融资券	150000.00	
应付票据	56400.00	79184.64
应付账款	64587.68	80262.30
预收账款	23118.40	23780.15
应付工资	9083.39	9572.76
应付福利费	4289.69	4210.48
应付股利		
应交税金	-564.55	-3146.99
其他未交款	188.46	227.32
其他应付款	5227.46	3663.40
预提费用	9552.17	2323.65
预计负债		
一年内到期的长期负债	14043.20	10270.96
其他流动负债		
流动负债合计	492826.18	492638.74
<i>长期负债：</i>		
长期借款	170600.00	157000.00
应付债券		
长期应付款		
其他长期负债		
长期负债合计	170600.00	157000.00
<i>递延税项：</i>		
递延税款贷项		
负 债 合 计	663426.18	649638.74
<i>所有者权益：</i>		
实收资本	156181.50	156181.50
资本公积	64127.33	64127.33
盈余公积	116087.36	124483.79
其中：法定公益金		
未分配利润	130977.21	140748.73
外币报表折算差额		
所有者权益合计	467373.39	485541.34
少数股东权益	137542.58	153756.52
负债及所有者权益合计	1268342.15	1288936.61

附件 3 公司合并利润表

(单位：人民币万元)

利润表	2008 年	2009 年
一、主营业务收入	1666361.29	1586157.01
减：主营业务成本	1588216.60	1503405.01
主营业务税金及附加	1002.16	1029.85
二、主营业务利润	77142.53	81722.14
加：其他业务利润	632.22	1739.18
减：营业费用	6766.17	6729.70
管理费用	7659.58	7922.88
财务费用	26878.13	27023.48
三、营业利润	36470.87	41785.26
加：投资收益	3575.75	4941.24
补贴收入	1749.61	802.32
营业外收入	256.54	46.98
减：营业外支出	2835.00	3013.58
四、利润总额	39217.78	44562.23
减：所得税	4232.57	4613.85
少数股东本期损益	5642.29	6009.93
五、净利润	29342.92	33938.45

附件 4-1 公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2010 年 (期初调整数)	2010 年 (期末数)	2011 年 9 月
流动资产：			
货币资金	313665.19	357633.22	359070.45
交易性金融资产			
应收票据	42030.50	51301.69	62292.36
应收账款	36058.26	40792.91	49825.56
预付款项	47415.54	30921.22	55006.44
应收利息	235.38	658.28	
应收股利			
其他应收款	15781.66	9874.11	13187.26
存货	209145.88	269339.83	290159.46
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产			
流动资产合计	664332.42	760521.26	829541.53
非流动资产：			
可供出售金融资产		62214.68	70816.00
发放贷款及垫款	15394.30	73363.46	45164.60
持有至到期投资	1011.22		
长期应收款			
长期股权投资	37509.50	72342.22	120639.69
# 股权分置流通权			
投资性房地产			
固定资产	458501.10	419072.33	623417.47
在建工程	78088.05	197021.85	54035.61
工程物资			
固定资产清理			
生产性生物资产			
油气资产			
无形资产	27226.64	35149.07	40070.73
开发支出			
商誉			
长期待摊费用			
递延税款借项(递延所得税资产)	281.92	254.04	385.29
其他非流动资产	4875.92	4875.92	4875.92
非流动资产合计	622888.65	864293.56	959405.31
资产总计	1287221.07	1624814.82	1788946.83

附件 4-2 公司合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2010 年 (期初调整数)	2010 年 (期末数)	2011 年 9 月
流动负债：			
短期借款	282290.07	369891.78	311837.40
交易性金融负债			
应付票据	79184.64	116900.00	168600.00
应付账款	80262.30	102280.02	121179.78
预收款项	23780.15	66103.19	56097.40
应付职工薪酬	14057.84	15506.49	15485.57
应交税费	-2691.07	-6231.45	-42432.29
应付利息	2594.61	3502.25	
应付股利			
其他应付款	3390.30	1605.64	1093.53
一年内到期的非流动负债	10000.00	3040.00	32720.00
其他流动负债			
流动负债合计	492868.84	672597.91	664581.39
非流动负债：			
长期借款	157000.00	199680.00	210658.57
应付债券			100000.00
长期应付款			14787.60
专项应付款			
预计负债			
递延收益			
递延所得税负债	210.22	14503.81	10504.48
其他非流动负债			
非流动负债合计	157210.22	214183.81	335950.65
负债合计	650079.06	886781.72	1000532.04
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（或股本）	156181.50	156181.50	156181.50
资本公积	64127.33	106876.56	94088.99
减：库存股			
专项准备			
盈余公积	32927.98	36000.42	36000.42
一般风险准备			
未分配利润	230761.84	275205.29	330436.57
外币报表折算差额		-629.00	-2387.31
归属于母公司所有者权益合计	483998.64	573634.76	614320.17
少数股东权益	153143.37	164398.34	174094.62
所有者权益（或股东权益）合计	637142.01	738033.10	788414.79
负债和所有者权益（或股东权益）总计	1287221.07	1624814.82	1788946.83

附件 5 公司合并利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2009 年 (调整数)	2010 年	2011 年 1-9 月
一、营业收入	1589980.76	2056875.30	1959411.53
其中：营业收入			
减：营业成本	1505419.88	1924279.98	1846966.62
利息支出		826.79	570.12
手续费及佣金支出	0.12	8.43	0.48
营业税金及附加	1099.57	1205.64	2889.53
销售费用	6729.70	7759.54	6935.86
管理费用	10193.97	9776.66	7508.01
财务费用	26917.43	30473.12	25559.39
资产减值损失	-557.76	-156.36	465.27
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）			
投资收益（损失以“-”号填列）	4941.24	5381.88	4123.78
其中：对联营企业和合营企业的投资收益			
汇兑收益（损益以“-”号添列）			
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	45119.11	88083.40	72640.03
加：营业外收入	849.30	1657.02	1537.38
减：营业外支出	3013.58	2898.97	1963.48
其中：非流动资产处置损失			
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	42954.84	86841.45	72213.93
减：所得税费用	4567.02	9328.47	7286.37
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	38387.82	77512.98	64927.56
其中：归属于母公司所有者的净利润	32955.57	64812.40	55231.28
少数股东损益	5432.26	12700.58	9696.28

附件 6-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-9 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	1863377.37	1823418.30	2434931.17	14.31	2179237.06
向其他金融机构拆入资金净增加额			14900.00		-6900.00
收到的税费返还	3581.77	3948.67	6294.05	32.56	2821.20
收到其他与经营活动有关的现金	8491.68	10267.05	13839.04	27.66	10296.76
经营活动现金流入小计	1875450.82	1837634.01	2469964.26	14.76	2185455.01
购买商品、接受劳务支付的现金	1707206.27	1601540.13	2166902.78	12.66	1979814.95
客户贷款及垫款净增加额			58130.72		-2547.46
支付利息、手续费及佣金的现金			835.21		570.60
支付给职工以及为职工支付的现金	15051.72	16522.30	18305.85	10.28	19186.68
支付的各项税费	32673.86	36221.84	38433.82	8.46	36978.49
支付其他与经营活动有关的现金	13780.23	14935.85	18790.09	16.77	15280.35
经营活动现金流出小计	1768712.08	1669220.13	2301398.48	14.07	2049283.61
经营活动产生的现金流量净额	106738.73	168413.88	168565.78	25.67	136171.40
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	41418.98		1011.22	-84.37	24000.00
取得投资收益收到的现金	13029.31	4941.24	5340.00	-35.98	3999.15
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1849.66	132.04	790.42	-34.63	144.72
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金		400.00			
投资活动现金流入小计	56297.95	5473.28	7141.63	-64.38	28143.88
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	44833.20	74146.22	146442.27	80.73	151907.74
投资支付的现金	61079.75		43547.90	-15.56	72172.85
投资活动现金流出小计	105912.96	74146.22	189990.17	33.93	224080.59
投资活动产生的现金流量净额	-49615.01	-68672.93	-182848.54	91.97	-195936.71
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	2196.26	10000.00	6666.00	74.22	
取得借款收到的现金	791200.30	849290.07	1424518.74	34.18	1271341.40
发行债券收到的现金					100000.00
收到其他与筹资活动有关的现金					16000.00
筹资活动现金流入小计	793396.56	859290.07	1431184.74	34.31	1387341.40
偿还债务支付的现金	761227.41	891200.30	1316097.03	31.49	1289949.61
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	59762.15	60929.68	59822.78	0.05	38691.10
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	820989.56	952129.98	1375919.81	29.46	1328640.71
筹资活动产生的现金流量净额	-27593.00	-92839.91	55264.94		58700.69
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	13935.97	3961.92	2985.86	-53.71	2501.85
五、现金及现金等价物净增加额	43466.70	10862.96	43968.03	0.58	1437.23

附件 6-2 公司合并现金流量表补充表

(单位: 人民币万元)

补充资料	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	29342.92	33938.45	77512.98	62.53
减: 未确认的投资损失				
加: 少数股东损益	5642.29	6009.93		-100.00
资产减值准备	719.97	-1279.72	-317.93	
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	47494.85	57552.98	57546.09	10.07
无形资产摊销			678.32	
长期待摊费用摊销				
待摊费用减少(增加以“—”号填列)				
预提费用增加(减少以“—”号填列)				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“—”号填列)	-106.00	-23.49		-100.00
固定资产报废损失(收益以“—”号填列)		6.26		
公允价值变动损失(收益以“—”号填列)				
财务费用(收益以“—”号填列)	24525.30	33931.13	35234.99	19.86
投资损失(收益以“—”号填列)	-3575.75	-4941.24	-5381.88	22.68
递延所得税资产减少(增加以“—”号填列)			27.88	
递延所得税负债增加(减少以“—”号填列)			-126.43	
存货的减少(增加以“—”号填列)	40314.43	-15266.13	-59945.89	
经营性应收项目的减少(增加以“—”号填列)	-7234.42	7049.82	-24300.87	83.28
经营性应付项目的增加(减少以“—”号填列)	-30384.85	51311.19	87638.52	
其他(含追溯调整项目影响合计数、待摊费用减少、预提费用增加)				
经营活动产生的现金流量净额	106738.73	168413.88	168565.78	25.67

附件 7 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	17.06	16.43	22.12	--
存货周转次数(次)	7.45	7.48	8.04	--
总资产周转次数(次)	1.32	1.24	1.41	--
现金收入比(%)	111.82	114.96	118.38	111.22
盈利能力				
营业利润率(%)	4.63	5.15	6.39	5.59
总资本收益率(%)	6.57	6.15	8.15	--
净资产收益率(%)	4.85	5.31	10.50	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	14.10	12.28	21.29	28.27
全部债务资本化比率(%)	47.53	45.27	48.30	51.10
资产负债率(%)	52.31	50.40	54.58	55.93
偿债能力				
流动比率(%)	137.11	138.09	113.07	124.82
速动比率(%)	98.03	95.63	73.03	81.16
经营现金流动负债比(%)	21.66	34.19	25.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.87	3.69	4.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.12	3.78	3.75	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.10	0.19	-0.02	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.23	2.63	-0.37	--
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.48	1.56	2.04	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	20.83	20.42	27.44	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.19	1.87	1.88	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.63	1.11	-0.16	--

注：2011 年 1-9 月财务数据未经审计。

附件 8 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%
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
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额

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 9 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。

联合资信评估有限公司关于 江苏三房巷集团有限公司 2012 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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。

江苏三房巷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。江苏三房巷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，江苏三房巷集团有限公司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江苏三房巷集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现江苏三房巷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，据以确认或调整信用等级。

如江苏三房巷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江苏三房巷集团有限公司、主管部门、交易机构等。

