

跟踪评级公告

联合[2013] 757 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级, 确定维持浙江天圣控股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“12天圣CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年六月二十八日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 17 层 (100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

浙江天圣控股集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 天圣 CP001	7 亿元	2012/11/19-2013/11/19	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2013 年 6 月 28 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
现金类资产(亿元)	9.72	14.29	15.07	15.96
资产总额(亿元)	78.52	98.95	98.77	98.89
所有者权益(亿元)	32.98	39.12	42.00	42.66
短期债务(亿元)	17.95	19.24	24.72	25.13
全部债务(亿元)	24.05	30.39	34.57	34.76
营业收入(亿元)	98.91	150.91	177.66	40.06
利润总额(亿元)	7.57	8.08	3.62	0.89
EBITDA(亿元)	10.47	12.19	8.72	--
经营性净现金流(亿元)	13.87	10.83	11.83	0.97
营业利润率(%)	7.15	6.22	3.58	3.37
净资产收益率(%)	18.63	15.91	6.89	--
资产负债率(%)	58.00	60.46	57.48	56.86
全部债务资本化比率(%)	42.17	43.72	45.15	44.90
流动比率(%)	115.14	104.12	125.35	127.94
全部债务/EBITDA(倍)	2.30	2.49	3.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.37	9.43	5.49	--
经营现金流流动负债比(%)	36.68	23.92	29.64	--

注: 公司 2013 年一季度财务数据未经审计。上述指标将应付债券中的短期融资券列入短期债务进行计算。现金类资产中已剔除受限资金。

分析师

王丽娟

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, 受国内外经济环境影响, 化纤整体行业不景气, 外部需求疲软, 产品价格大幅下降, 浙江天圣控股集团有限公司(以下简称“公司”)营业收入虽随着产销量的增加而增长, 但主营业务盈利空间进一步缩小; 同时公司新投产的化工项目能否达到预期收入和利润值得进一步关注。

从长期看, 未来随着宁波禾元化学项目的正式投产, 未来公司业务逐步向上游延伸, 公司的市场竞争优势将逐步显现, 在产业链上的议价能力增强, 盈利能力有望恢复。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司货币资金充足、经营活动现金流入量规模较大, 对存续期债券保障能力较强。

综合考虑, 联合资信维持浙江天圣控股集团有限公司AA⁻的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“12天圣CP001”A-1的信用等级。

优势

1. 公司所在区域产业集群效应明显, 为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 公司研发实力和技术水平在国内同行业处于较高水平, 为公司后续发展提供可靠的技术保障。
3. 公司品牌知名度较高, 综合竞争实力较强。
4. 公司货币资金充足、经营活动现金流入量规模较大, 经营性现金流状况良好, 对存续期债券保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内, 化纤行业不景气, 公司毛利率大幅下滑, 盈利空间进一步缩小。
2. 公司有息债务以短期债务为主, 债务结构有待改善。

3. 近期化工和化纤行业不景气，公司新投产的化工项目能否达到预期收入和利润有待进一步关注。

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）与浙江天圣控股集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与浙江天圣控股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，未因浙江天圣控股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浙江天圣控股集团有限公司提供，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至“12天圣CP001”按期还本付息日有效；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浙江天圣控股集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

浙江天圣控股集团有限公司(以下简称“公司”)于2003年8月1日在绍兴县工商管理局注册成立,初始注册资本12000万元,由孙永根、孙伯良、徐兴华、毛继红、魏国良、胡萍萍、王威翔、章国伟和包国平9位自然人投资成立。后经多次股权变更和增资,截至2013年3月底,注册资本29500万元,股东出资和持股情况为:孙永根出资24780万元,持股84%;毛继红出资2360万元,持股8%;徐兴华出资2360万元,持股8%。公司实际控制人为孙永根,孙永根与公司其他自然人股东无亲属关系。

公司经营范围:国家允许的项目开发管理,管理咨询服务;对外实业投资(经营范围中涉及许可证的项目凭证经营)。目前公司主营业务包括纺织面料生产业务、差别化纤维制造业务以及原料贸易业务。

截至2012年底,公司合并报表包含6家控股子公司。公司下设资金运营中心、办公室、计划财务部、造价审计部、人力资源部、采供中心、企业管理部、信息技术部等职能部门,现有员工4135人。

截至2012年底,公司资产(合并)总计98.77亿元,所有者权益合计42.00亿元(其中包括少数股东权益2.44亿元)。2012年,公司实现营业收入177.66亿元,利润总额3.62亿元。

截至2013年3月底,公司资产(合并)总计98.89亿元,所有者权益合计42.66亿元(其中包括少数股东权益2.44亿元)。2013年1~3月,公司实现营业收入40.06亿元,利润

总额0.89亿元。

公司注册地址:绍兴县柯西工业区;法定代表人:孙永根。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求基本保持平稳,对外贸易增速下滑明显。具体而言:①消费继续平稳增长。2012年社会消费品零售总额为210307亿元,同比名义增长14.3%,同比增速小幅回落2.8个百分点。②投资增速放缓,结构持续优化。2012年固定资产投资(不含农户)364835亿元,同比增长20.6%,较2011年同期同比减少3.9个百分点。分地区来看,中西部投资增速快于东部;分产业来看,第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显,贸易顺差显著扩大。2012年,全年进出口总额为38667.60亿美元,同比增长6.2%,增速同比大幅下降16.3个百分点,其中出口金额同比增长7.9%,增速同比

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

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

2. 政策环境

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

点的企业户数约 71 万户,即将纳入试点的户数约 20 万户,“营改增”减负效果明显。此外,为进一步加强和改善关税调控作用,财政部发布通知,自 2013 年 1 月 1 日起,中国将对进出口关税进行部分调整,中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面,5 月 23 日召开的国务院常务会议,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 2012 年底,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，一方面中央政府多次强调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利率调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

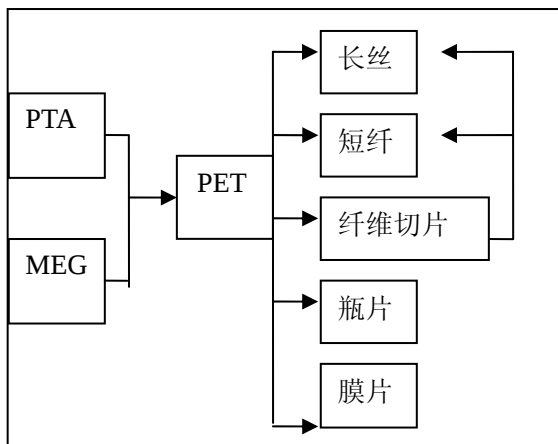
总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业及区域经济环境

目前公司主营业务中，聚酯切片和涤纶的生产销售以及上游相关原料的贸易收入占比大，聚酯行业发展对公司经营有直接影响。

1. 行业概况

图 1 聚酯产业链示意图



资料来源：公司提供。

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。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 年同比下降 3.55%。

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。

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。

2010 年棉花价格强劲上涨，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。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，行业景气度向好。2010 年全年实现 2852.42 万吨的产量，同比增长 16.05%，继续保持高速增长。进入 2011 年，原油价格上涨带动聚酯原

料 PX、PTA、MEG 价格不断上涨，棉花经过大跌后逐步回弹，行业开工率较高，一季度末起，棉花、特别是 PTA 价格大幅下挫，相关企业库存开始增加，下游开工不足，行情有所转差。5 月以来，原油价格不断下跌，但 PX、PTA、MEG 价格有所回升，10 月份，原油价格出现反弹，但下游纺织市场疲软，棉价再度下跌，PX、PTA、MEG 价格也随之下行。2012 年以来，受原油价格波动和 PTA 产能快速扩张的影响，PX 原料供应紧张，行业供给瓶颈上移。同时，由于宏观经济形势趋弱，下游需求增长乏力，聚酯行业出现大幅波动，呈现出年初上行，一季度盘整，二季度深跌，三季度回弹，四季度企稳反弹的态势。在低迷的行情下，聚酯长丝受影响较深，相关企业出现不同程度的利润下降乃至季度性亏损，继而采取限产、检修、推迟投产等方式应对，聚酯短纤由于产品用途的不同，受影响程度相对较小，但也面临较大的经营压力。2012 年，聚酯纤维产量为 3022.41 万吨，同比增长 8.81%。行业实现销售收入 3776.07 亿元，同比下降 7.62%，但利润总额仅 111.38 亿元，同比下降了 50.89%。整体看，2012 年以来聚酯行业虽然产量小幅增长，但销售收入不容乐观，减少幅度较大，同时盈利水平有较大幅度下降。2012 年全年国内聚酯短纤实现产量 901.82 万吨，同比增长 3.50%，保持稳定增长。

表 1 近年国内聚酯纤维产量情况

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

资料来源：中国化学纤维工业协会及公开资料

在区域分布上，国内的聚酯产能集中于浙江、江苏及上海地区。由于技术工艺的沉淀及产业集群的形成，浙江地区以涤纶长丝为主，而江苏地区则以涤纶短纤为主。经过多年市场竞争，目前国内已出现一批具备相当规模的聚

酯链企业集团，但与日、韩等发达地区相比，国内企业结构不合理、产能不平衡的问题仍然存在，产品多以常规品种为主，市场竞争能力一般，毛利率水平低，功能化、差别化产品生产能力不足。

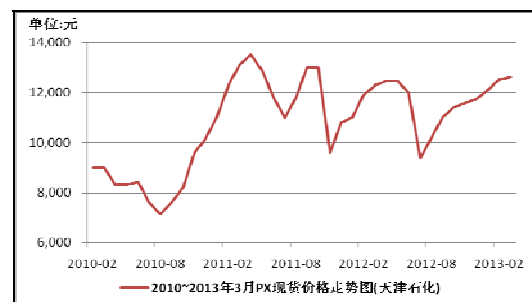
综上所述，公司主要涉足的聚酯切片、聚酯纤维行业已步入发展成熟阶段，属于市场竞争比较充分的行业，整体毛利率水平较低。2012 年以来，由于宏观环境的变化和行业利润上移的特点，不掌握原料的聚酯链企业面临较大的经营压力。同时，鉴于产品差异化程度低的行业特征，决定了市场主体的竞争力获得更多需要依靠产品品质和低廉价格，故而产业链完整度、规模效应、技术优势和管理水平对主体竞争力的影响非常重要。

2. 行业上下游产业分析

(1) 上游石化行业

聚酯产品的生产是利用石油、天然气等制得的低分子化合物为原料，经过化学加聚或缩聚而得到合成纤维高聚物（聚酯），高聚物经过抽丝或水下切粒等流程再加工制成纤维聚酯或非纤聚酯。聚酯是连接上游石化行业 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 2 2010~2013 年 3 月 PX 现货价格走势



资料来源：WIND 资讯

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，因原油产品价格下跌，以及 PTA 行业开工率大幅下降，PX 价格有所滑落，二季度腾龙芳烃 160 万吨及 ONGC 印度 90 万吨 PX 装置计划投产，若进展顺利将显著缓解 PX 供应偏紧局面。此外，本轮原油反弹结束也将会对 PX 价格造成拖累。未来短期内 PX 价格有下跌动力。

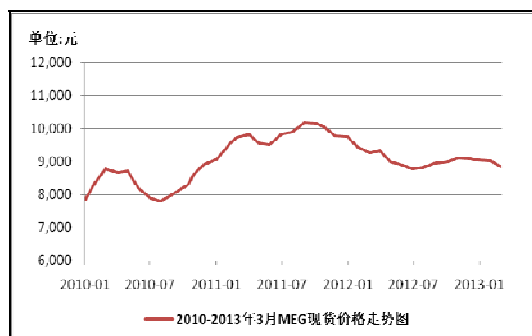
2012 年，中国 PX 总产能在 1000 万吨以上，新增产能 200 万吨以上，扩产幅度约 20%。同期 PTA 新增加产能达到了 1250 万吨，总产能接近 3300 万吨，增幅达到 61%。PX 的扩能速度远逊色于 PTA 对其的需求增速，因此，PX 在很大程度上抑制着 PTA 实际产能的释放。资源的稀缺性导致石化产品的国际投机活动对原料市场的炒作，进一步导致聚酯行业主要原材料 PTA 和 MEG 的价格频繁波动，从而增加了业内企业对原材料价格的判断难度，加剧企业的生产经营风险。

图 3 2010~2013 年 3 月 PTA 现货价格走势



资料来源：WIND 资讯

图 4 2010~2013 年 3 月 MEG 现货价格走势



资料来源：WIND 资讯

中国的 PTA 等原料生产曾长期由石化系

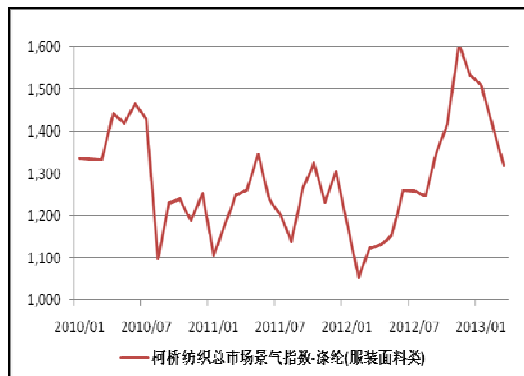
统国企垄断，基于体制和历史原因，许多企业运营效率较低，制约了聚酯链行业的整体发展。随着近年来相关政策放宽，其它投资主体逐渐进入到聚酯原料生产领域，从长期看有利于全行业加强成本控制和提高经营水平。经过近两年的大幅扩产，现阶段国内 PTA 产能处于阶段性过剩，MEG 的情况相对稳定，价格变化较为平滑。目前，国内的产能结构已从早先的 PTA、MEG 原料瓶颈上移至 PX 制约，行业利润空间上移，原料需求缺口发生结构性变化。国内石化行业不能提供充足的供应，原料对外依存度较高。从上游行业分析，原料价格的极度不稳定，已成为国内聚酯链行业发展的重大问题。

(2) 下游纺织、包装行业

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

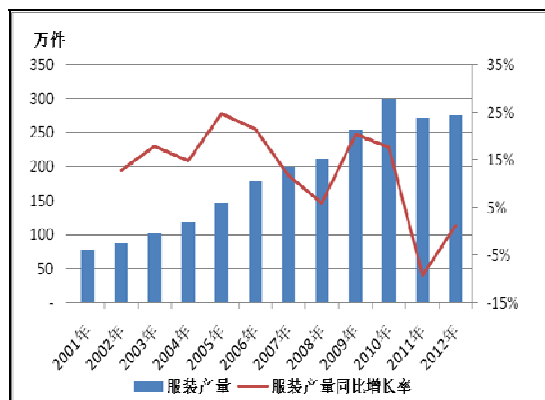
浙江省、江苏省、山东省和福建省。长三角、珠三角地区生产规模已近稳定，沿海地区开始进行产业重新定位，新定位的确定将指引和推动产业梯度转移进程。

图5 柯桥纺织总市场景气指数（涤纶）



资料来源：WIND 资讯

图6 2000~2012 年国内服装产量及增长率



资料来源：wind 资讯

除用于传统的纺织纤维，聚酯在非纤方面的应用也愈加广泛，包装行业是当前规模最大且发展最快的非纤聚酯应用领域。近年来，饮料、食品等的包装需求强劲增长，带动了全球聚酯瓶和聚酯瓶片的需求量。包装用聚酯的市场容量和发展潜力都非常巨大，而经济波动对大量使用聚酯包装的快速消费品行业影响相对较小，为聚酯瓶片提供了稳定的下游市场基础。目前国内聚酯瓶片的下游客户集中在规模较大的饮料企业。聚酯瓶片主要下游客户可口可乐、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扩了产品的下游空间。

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. 区域经济

绍兴市位于中国东部沿海。2012 年全市生产总值（GDP）3620.10 亿元，比上年增长 9.7%。其中，第一产业增加值 184.72 亿元，第二产业增加值 1949.07 亿元，第三产业增加值 1486.31 亿元，分别增长 2.9%、9.7%和 10.8%。GDP 总量和增速均居全省第 4 位。人均 GDP（按常住人口计算）73304 元（按年平均汇率折算为 11613 美元），增长 9.4%。人均 GDP 和增速均列全省第 4 位。三次产业增加值结构由上年年度的 5.2 : 55.0 : 39.8 调整为 5.1 : 53.8 : 41.1。全年财政总收入 469.31 亿元，比上年增长 10.1%。公共财政预算收入 265.76 亿元，比上年增长 10.9%。

绍兴市商品交易市场成交活跃。2012 年年末有商品交易市场 420 个，其中成交额超亿元市场 49 个，超十亿元市场 21 个，超百亿元市场 6 个。全年商品市场成交额 2297.63 亿元，同比增长 14.9%，其中消费品市场成交额 1308.02 亿元，增长 9.7%；生产资料市场成交额 989.62 亿元，增长 22.6%。中国轻纺城和钱

清轻纺原料市场成交额分别为 557.04 亿元和 415.29 亿元，增长 14.0%和 3.6%。

对外贸易方面，绍兴市全年货物进出口总额 320.98 亿美元，比上年下降 4.2%。其中，进口 65.41 亿美元，下降 13.0%；出口 255.57 亿美元，下降 1.7%。其中化工产品出口 15.80 亿美元，增长 4.1%。

综合看，作为长三角重要城市之一，绍兴市经济及财政实力保持稳步增长，对内对外贸易环境较好，公司外部经营环境良好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是由孙永根、徐兴华、毛继红等自然人投资成立的民营企业。孙永根持股 84%；毛继红持股 8%；徐兴华出资 2360 万元，持股 8%。公司实际控制人为孙永根，孙永根与公司其他自然人股东无亲属关系。

2. 企业规模和竞争力

公司是一家集化纤制造、纺织和贸易以及投资于一体的大型综合性民营企业集团，目前化纤年产能达到 80 万吨（下属孙公司绍兴亿丰化纤有限公司和子公司浙江天圣化纤有限公司年产能各 40 万吨）、坯布年产能 1.6 亿米。

公司为 2010 年度绍兴市大企业大集团综合优胜二十强，2010 年度浙江省百强企业，2010 年、2011 年度中国民营企业 500 强，2011 年度先进企业，入围 2011 年长丝织造行业经济效益指标排名 40 强，属国家差别化纤维及面料开发基地。公司所属“QFC”品牌为浙江省著名商标。

总体看，公司品牌知名度较高，综合竞争实力较强。

3. 人员素质

公司设董事长1人，副董事长2人，其中一

名副董事长兼财务总监，均在行业从业多年，具有丰富的经营管理经验和行业经验。

公司董事长孙永根先生，本科学历，42岁，中共党员，高级经济师，历任绍兴县光明丝织厂副厂长、绍兴县轻纺城纺织有限公司董事长、现任浙江天圣控股集团有限公司董事长兼总经理、法定代表人，党委副书记。孙永根先生是绍兴市第五、六届人大代表、绍兴县十、十一届人大代表、绍兴县青年企业家协会会长。

毛继红，本科学历，43岁，高级经济师，1992年7月毕业于浙江财经学院，1992年8月至1996年5月担任中国人民保险公司绍兴县支行公司财务主管，1996年6月至2000年5月任中国人民保险公司绍兴市支行公司财务主管，2003年8月1日至今任公司副董事长兼财务总监。

截至2013年3月底，公司员工总数4135人。从学历构成来看，本科及以上92人，大专161人，高中及以下3882；从岗位构成看，管理人员占0.56%，科技人员占1.45%，销售人员占1.38%，生产人员占90.98%，行政人员占5.63%。

总体看，公司高层管理人员具有丰富的行业经验和经营管理经验；公司员工结构基本满足生产经营的需要。

4. 技术水平

公司非常重视技术工艺，不断引进高效率、低能耗的先进设备。公司机器设备成新率高，技术先进，纺丝机全部采用日本TMT公司最新纺丝设备。公司技术人员在充分掌握机器设备的反应机理、运行状况及单元机配置能力的基础上，对机器设备进行适用性技术改造，降低产品费丝率，提高了生产效率，降低了原材料消耗。

公司不仅重视自身研发能力的建设，同时也注重与外部机构的沟通交流与技术合作，积极吸收借鉴国内外现代管理方式。公司与国内外知名企业、专业研究机构、大专院校等广泛

开展合作,以研发中心为主体,取得了多项研究成果;公司承担的国家科技支撑计划课题“阻燃抗熔滴项目”通过国家级鉴定,省级新产品“熔体直纺涤纶全牵伸丝40旦12F”通过省级鉴定,2010年荣获中国纺织协会颁发的“纺织产品开发贡献奖”。在产品品质检测工作中,通过建立企业纺织品检测中心,先后与国内多家国际认可的著名实验中心合作。以高起点、专业化理念,凭借完善的管理制度及一批高素质的科研、检测人员,企业已形成了一个系统完善的研发应用体系,为企业持续的产品创新提供了强有力的保障支持。

从产品性能来看,公司产品技术含量高、性能优异,多项产品质量指标优异,公司已先后通过ISO9001质量体系认证、ISO14001环境体系认证、oeko-tex standard100国际生态纺织品认证。公司被中国纺织产品开发中心确认为国家差别化面料开发基地,并被认定为浙江省高新技术研发中心、绍兴市区域科技创新服务中心,同时系国家商务部“中国·柯桥纺织指数”信息采集点,也是浙江省纺织标准化技术委员会秘书处挂靠单位。

总体看,公司的研发实力和技术水平在国内同行业处于较高水平,为公司后续发展提供可靠的技术保障。

5. 区域环境

公司总部位于绍兴柯桥,毗邻中国最大的轻纺面料市场——中国轻纺城(绍兴),该地区形成了产业链较为完整的纺织产业基地,呈现出企业聚集度高、产业特色明显、核心竞争力强区域性的竞争优势:产生明显的外部规模效应,产业集群使资本和劳动力等要素得到合理配置,提高了地区知名度,为进一步开拓市场,吸引外资提供了平台;有利于大批中小纺织企业产生较强的内部规模效应,有利于企业降低成本,提高产品差异化竞争能力。

绍兴地区出现了以大中小企业为主体的纺织产业集群,主要涉及化纤、棉纺、机织、

印染、花边(含电脑绣花)、针织、经编、服装及纺织工艺制造等九大门类,其中以化纤为主的纺、织、染产业比例最大,约占该行业65%。产业链涉及聚合、棉纺、加弹、织造、印染、服装及纺织工业品等一系列的配套生产工序。总体看,公司所在区域产业集群效应明显,区域环境良好。

六、管理分析

跟踪期内,公司管理体制、管理制度及高层管理人员无重大变动。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来,公司主营业务收入主要来源于化纤制造和贸易两大板块。2012年随着产销量的增长,化纤制造业务收入同比增长32.14%至81.31亿元,占主营业务收入的45.77%。同期,贸易板块收入逐年增长,但占主营业务收入的比重有所下降,2012年为49.88%。面料板块收入略有波动,占主营业务收入比重逐年下降,2012年为2.63%。

从毛利率看,2010~2012年,公司面料生产业务毛利率波动上升,2012年为12.12%,主要由于怡华纺织调整产品结构以及原材料价格下降所致。化纤制造板块毛利率逐年下降,2012年较2011年下降4.63个百分点,主要由于化纤板块整体行业不景气,化纤原料成本、人工成本上升,而产成品价格下降,进一步压缩公司利润空间。贸易板块毛利率维持在较低水平,2012年2.98%;2010~2012年,公司整体毛利率逐年下降,2012年为3.71%。

2013年1~3月,公司实现主营业务收入40.06亿元,为2012年全年的22.55%,其中化纤制造和贸易业务分别占主营业务收入的36.67%和59.39%;整体毛利率为3.49%,较2012年略有下降。

表 2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	主营业务收入				占比				主营业务毛利率			
	2010	2011	2012	13 年 1-3 月	2010	2011	2012	13 年 1-3 月	2010	2011	2012	13 年 1-3 月
面料生产	45722.16	47577.15	46730.31	9309.06	4.62	3.15	2.63	2.32	8.68	6.36	12.12	11.82
化纤制造	312596.75	615351.74	813095.93	146869.51	31.60	40.78	45.77	36.67	10.63	8.70	4.07	4.01
贸易	575746.95	819562.58	886259.31	237893.36	58.21	54.31	49.88	59.39	5.52	4.74	2.98	2.86
其他	55047.78	26616.08	30533.86	6478.74	5.57	1.76	1.72	1.62	5.13	3.40	2.66	2.90
合计	989113.64	1509107.55	1776619.41	400550.67	100.00	100.00	100.00	100.00	7.26	6.38	3.71	3.49

资料来源：公司提供

2. 各板块经营情况

面料生产板块

公司面料生产业务主要由怡华纺织负责经营。怡华纺织共生产近百种不同批号的坯布。各类坯布生产流程基本相同，主要设备为络筒、倍捻机、蒸箱、整经机、穿扣、上轴、喷水织机，公司目前采用的都是日本津田驹牌喷水织机，技术工艺比较先进。主要生产流程比较简单：上浆或倍捻—整经—织造。

公司面料生产业务比较稳定，产销率均处于较高水平，2012 年为 97.57%。公司一直根据市场需求调整产品结构，2012 年该板块业务毛利率有所上升。近年来坯布产销情况如下表：

表 3 坯布板块产销情况
(单位：万米、%、万元)

项目	2010	2011	2012	13 年 1-3 月
产量	12243.09	11475.62	11923.72	3685.35
产销率	101.00	99.36	97.57	72.84
销售额	45722.16	47577.15	47045.81	9309.06

资料来源：公司提供

注：上表中 2012 年销售额与表 2 中的面料生产业务收入差额为少量加工收入

坯布生产成本中，原材料成本约占 80-85%，折旧和人工成本等约占 15-20%。坯布生产的上游厂商为纺丝生产厂家或贸易商，公司原材料 50%来自集团内部采购，50%来自外部采购。其中外部采购主要供应商包括江苏恒力化纤股份有限公司、浙江省舟山天力化纤有限公司、杭州杰圣化纤有限公司和绍兴县利惠化纤有限公司等，2012 年前五大供应商总

采购额占公司外部采购额的 25.10%，集中度一般。

公司一般按照生产计划进行采购。结算方面，来自集团内部原材料采购部分一般以生产价格进行内部结算；外部采购部分，少量采购的一般采取货到付款，大批量采购的一般需预付部分款项，待原料验收入库后以现金汇款结算。

公司坯布销售采用贸易商制度，主要贸易商集中于绍兴县轻纺市场，通过贸易商转销至全国各地、美国、欧洲等。贸易商制度是指贸易商买断公司产品，然后通过贸易商渠道进一步销售给下游客户，公司与贸易商之间以销售合同明确各自的责任、义务和风险。公司只承担产品质量责任，除此之外的其他销售风险由贸易商承担。公司与主要贸易商签订长期合同，一个月确定一次价格。目前公司合作的主要贸易商包括绍兴峰格纺织品有限公司、绍兴睿奇纺织服饰有限公司、绍兴县福得源纺织品有限公司和绍兴菲逊纺织发展有限公司等，公司坯布业务不存在对单一客户高度依赖的风险，对下游企业的议价能力也较强。

价格方面，公司根据市场同类产品的均价，结合自身销售、库存和生产多方面因素及产品在市场上的竞争力，适当上调或下降。公司与贸易商结算一般采取款到发货方式，但对于核心贸易商可授予一定额度的赊销权限，可由采供中心提出申请，须经子公司总经理、集团董事长审批同意。

化纤制造板块

公司化纤制造业务主要由亿丰化纤和天

圣化纤负责经营，采用熔体直纺生产工艺，产品主要为涤丝和聚酯切片，两种产品占比需按销售情况进行分配。2011 和 2012 年随着天圣化纤的投产（2011 年 7 月投产），化纤产品产量大幅上升，2012 年达 84.97 万吨。2013 年 1~3 月，产量为 14.17 万吨，为 2012 年的 17.02%。

表 4 主要化纤产品生产情况（单位：吨）

产品	2010	2011	2012	13 年 1-3 月
涤丝	226278.30	436390.56	755587.85	126626.79
切片	91020.46	81868.53	94088.20	15025.50
合计	235380.76	518259.09	849676.05	141652.29

资料来源：公司提供

化纤生产所需的原材料主要是 PTA 和 MEG，由于 PTA 和 MEG 同时又是公司贸易业务的主要产品，因此由公司统一集中采购，公司采购量的 40%用于内部化纤生产所需，其余均外销，公司近三年原材料采购数据见表 5。公司采购原材料基本来自世界 500 强企业或其下属中国子公司。PTA 和 MEG 合计占化纤生产成本的 85%，占比大，因此 PTA 和 MEG 价格波动对公司成本控制影响较大，公司对 PTA 和 MEG 供应商的议价能力较弱。原材料供应商主要包括壳牌（新加坡），日本伊藤忠、台湾台化、日本三菱、新加坡住友，珠海碧辟。等，供应商集中度一般。受国际油价的波动影响，公司 PTA、MEG 采购价格波动较大，虽 2012 年价格较 2011 年有所降低，但仍保持较高价位，给公司成本控制带来较大压力。

表 5 近年原材料采购数据
（单位：吨、美元/吨）

产品	2010	2011	2012	13 年 1-3 月
PTA	采购量	743906	879872	1109174
	采购均价	970	1268	1096
MEG	采购量	202813	238547	258895
	采购均价	950	1221	1167

资料来源：公司提供

注：上表包括生产所需的采购量和贸易板块的采购量

公司与供应商一般均采取常年合同，按月

确定一次价格，超出采购量部分能获得一定的折扣返还，一般采取信用证方式结算，极少量采取 T/T 方式结算。公司进口主要采用信用证方式进行结算，通过对信用证条款的设置，来督促供应商提供符合信用证条款的单据来进行产品质量认证、产地认证，以此确保产品质量符合要求。同时对到货原材料进行质量检验，验收合格才入库。

公司生产的涤丝除满足集团内部消化外，剩余部分直接销往纺织企业，主要销往江苏、浙江、上海。2012 年涤丝销售主要下游客户包括常熟市久晟纺织原料贸易有限公司、绍兴华清化纤纺织有限公司、浙江省长兴丝绸有限公司、张家港保税区常亿和贸易有限公司、泉州庄园石化物资装备有限公司等，前五大客户销售额占公司涤丝销售收入的 9.85%，集中度较低。切片全部外销，下游客户主要包括江浙一带的化纤企业以及贸易商。

表 6 化纤产品销售情况（单位：吨、元/吨）

产品	2010	2011	2012	13 年 1-3 月
涤丝	销售量	210038.76	429903.31	726535.31
	销售均价 (不含税)	12136.39	12510.89	10064.88
切片	销售量	83951.52	85755.03	94336.83
	销售均价 (不含税)	6943.78	9037.91	8676.03

资料来源：公司提供

2012 年受整体行业不景气以及外部需求疲软影响，公司涤丝和切片的销售价格整体下滑，较 2011 年分别下降 19.55%和 4.00%，产品价格的下降进一步压缩了公司的利润空间。同时受生产工艺的调整和天圣化纤的投产，公司涤丝和切片销量逐年上升，2012 年涤丝和切片销量分别为 72.65 万吨和 9.43 万吨，公司产销率保持较高水平。

销售结算方面，集团内部采购的产品采用内部直接现金结算，因为节省包装、运输等费用，一般按照生产价格结算；对集团外部下游客户一般采取款到发货方式。

贸易板块

公司下属子公司从事贸易业务的有天圣通商和宁波禾元进出口有限公司，主要进出口产品为纺织原料。境外供应商一般对不同采购量的合作伙伴确定不同的价格返点，公司做大贸易，主要为通过扩大经销量，来达到自用生产所需的原材料可以获得较低的采购价格。同时，因为原材料采购的贸易背景，可以通过金融机构的融资产品，获得利率与汇率的差价，为公司降低整体财务成本。

公司主要原材料以及贸易产品的采购均由公司集中统一采购，主要供应商和采购结算方式与化纤制造板块相同。

销售方面，公司销往周边贸易企业或下游企业，主要为中国石油化工股份有限公司化工销售华东分公司、上海英沐国际贸易有限公司、上海东合化工有限公司和杭州杭钢对外经济贸易有限公司等，客户较为分散。销售价格随行就市，以国内信用证、承兑汇票及汇款等方式与下游客户结算。公司贸易业务收入占营业收入的比重较高，但毛利率较低，导致公司主营业务盈利空间较小。

投资板块

投资业务是公司利润的主要来源之一。公司主要投资于金融、医药、高新技术、建筑、能源等行业。截至 2012 年底，公司长期股权投资包括 15 家企业，基金 2 家。公司持有浙江永建置业集团有限公司 73.75% 股权，由于公司仅出资并分红，不参与其实际经营管理和各项决策，不具有实质控制权，因此不纳入合并报表。股票投资方面，2011 年公司购入光大银行股票 5725 万股。

表 7 公司长期股权投资情况

序号	名称	占比 (%)
1	浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司	7.42
2	浙江怡德投资发展有限公司	26.60
3	天津滨海农村商业银行	4.45
4	杭州万年青网络科技有限公司	2.87
5	绍兴银行股份有限公司	3.05

6	江苏太平洋美诺克生物药业有限公司	10.83
7	浙商证券有限责任公司	1.22
8	浙江绍兴恒信农村合作银行	0.26
9	绍兴县英维特投资有限公司	33.30
10	翔鹭石化股份有限公司	0.63
11	安源实业股份有限公司	0.85
12	无锡世富新能源创业投资有限公司	18.16
13	浙江永建置业集团有限公司	73.75
14	财通证券有限责任公司	0.57
15	宁波禾元化学有限公司	100.00

资料来源：公司提供

2012 年，公司获得投资收益 9764.97 万元，主要是浙江永建置业集团有限公司分红收益（占 67.97%）、光大股票分红（占 12.10%）和翔鹭石化、英维特、安源实业等参股企业分红收益。

化工业务板块

化工业务板块方面，公司在宁波的年产 30 万吨聚丙烯 50 万吨乙二醇的项目已于 2013 年 1 月 28 日投产。该项目由 2010 年 3 月成立的下属控股子公司宁波禾元化学负责经营，项目占地面积 750 亩，总投资 58 亿元，公司投资 11.80 亿元（由公司本部和宁波禾元进出口有限公司共同投资，持股比例分别为 90% 和 10%），其余通过外部筹资。

该项目作为全球第 2 套采用国内自主甲醇制烯烃（DMTO）核心技术，并配套引进美国 LUMMUS、荷兰 SHELL、中石化 SEI 等成熟技术，以低碳的甲醇为原料，符合国家能源发展战略和产业政策，对保障国家能源安全、优化能源消费结构、提高能源利用效率、减少环境污染都具有重要的战略意义。

宁波禾元化学项目从 2013 年 1 月 28 日开始进入试生产阶段。目前已正常投产，3 月份已实现净利润，但是由于项目投产前期试验成本较大，整体仍为亏损。公司计划年底将其纳入合并报表。

截至 2013 年 3 月底，宁波禾元化学资产总额 57.16 亿元，所有者权益 7.29 亿元。2013 年 1-3 月，宁波禾元化学实现营业收入 6.85 亿元，利润总额-3.08 亿元。

随着该项目的正式投产,公司的市场竞争优势将逐步显现,在产业链上下游的议价能力将逐步增强,成本控制能力和盈利能力有望提升。未来公司将宁波禾元化学纳入合并报表后,公司收入和利润规模将大幅增长,但同时债务负担将加重,整体偿债能力有待进一步跟踪。另外联合资信关注到,近期化工和化纤行业不景气,新项目能否达到预期收入和利润值得关注。

3. 经营效率

2010~2012年,公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均逐年上升,2012年三项指标分别为20.17次、11.40次和1.80次,公司整体经营效率较高。

4. 未来发展

公司是一家集化纤制造、纺织和贸易以及投资于一体大型综合性民营企业集团。公司把“科学决策、创新发展、稳健经营”作为企业灵魂,一直致力于企业转型升级,响应绿色经济、循环经济发展号召,不断引进高效率、低能耗的先进设备,与高等院校合作给公司员工在各方面进行技术培训,并与用友公司合作开发NC、ERP管理系统,在多元化产品格局下,以质量优先,注重产品附加值和科技含量,将基础产品做硬做强。

公司以做强做大纺织化纤产业,做精做优化工产业,以增强盈利能力为目标,全力推进“二个转变”,即:由劳动密集型向技术密集型转变,由常规管理向精益生产、集约经营转变。

化纤制造板块,公司计划对亿丰化纤和天圣化纤进行技改整合,到2014年化纤年产能将达到100万吨,实现工业销售130亿元,逐步确立公司在化纤行业领头羊的地位,成为行内具有核心竞争力的一流创新型化纤企业。化工板块,公司将利用先进设备做精化工产品的同时,不断自主研发和技术革新,进一步优

化产品结构,研制更多新兴产品,覆盖更广行业领域。

目前,公司无重大在建项目和投资计划,未来资金需求主要来源于日常经营周转资金需求,资本支出压力不大。

八、财务分析

公司提供的2012年审计报告经绍兴天清会计师事务所审计,并均出具了标准无保留意见。公司2013年一季度财务数据未经审计。

2012年公司进行内部整合,绍兴怡华纺织有限公司和绍兴亿丰化纤有限公司纳入浙江天圣通商投资有限公司合并范围。

截至2012年底,公司资产(合并)总计98.77亿元,所有者权益合计42.00亿元(其中包括少数股东权益2.44亿元)。2012年,公司实现营业收入177.66亿元,利润总额3.62亿元。

截至2013年3月底,公司资产(合并)总计98.89亿元,所有者权益合计42.66亿元(其中包括少数股东权益2.44亿元)。2013年1~3月,公司实现营业收入40.06亿元,利润总额0.89亿元。

1. 盈利能力

2012年公司实现营业收入177.66亿元,较2011年增长17.73%,其中化纤制造和贸易两大板块业务收入占比达90%以上。

由于化纤板块整体行业不景气,化纤原料成本、人工成本上升等因素导致化纤制造板块毛利率下降,同时贸易板块毛利率维持在较低水平,2012年公司营业利润率为3.58%。

2012年公司期间费用4.06亿元,其中财务费用2.12亿元,占期间费用的52.28%,主要由于债务规模大幅增长而致。2012年公司期间费用占营业收入的2.28%,较2011年有所上升。公司期间费用控制能力较强。

2012年,公司投资收益规模为0.98亿元,

主要为公司长期股权投资及交易性金融资产的投资收益及分红收益。

2012 年，随着公司主业盈利能力的下降、期间费用的增长以及投资收益的减少，公司利润总额减少至 3.62 亿元，同比下降 55.15%。

从盈利能力指标看，2012 年公司总资本收益率及净资产收益率分别为 5.86%、6.89%。较 2011 年下滑程度较大。

2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 40.06 亿元，营业利润率进一步下滑至 3.37%，利润总额 0.89 亿元。营业收入及利润总额分别为 2012 年全年的 22.55%及 24.53%。

整体看，公司收入规模平稳增长，但受化纤板块整体行业不景气影响，公司盈利能力下滑程度较大，整体盈利能力偏弱。

2. 现金流及保障

2010~2012 年，公司经营活动现金流入量年均增长 34.09%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。公司收到的其他与经营活动有关的现金和支付的其他与经营活动有关的现金金额较大，主要为公司与下属子公司以及子公司之间的往来款。2010~2012 年，公司经营活动产生的现金流净额分别为 13.87 亿元、10.83 亿元、11.83 亿元。从收入实现质量来看，近三年公司现金收入比加权平均值为 115.45%，2012 年为 116.17%，公司收入实现质量较好。总体看，公司经营活动现金流入量规模较大，经营活动获取现金能力较强。

2010~2012 年，公司投资活动现金流入量年均增长 68.36%，主要为收回投资收到的现金、取得投资收益收到的现金。投资活动现金流出方面，随着主要在建工程相继完工，近年来购建固定资产、无形资产支付的现金波动下降，三年分别为 5.55 亿元、15.92 亿元、1.83 亿元；投资支付的现金流出持续下降，三年分别为 11.83 亿元、8.68 亿元、4.46 亿元。其中收到和支付其他与投资活动有关的现金主要是理财产品的投资和收回。随着投资活动现金

流出的减少和流入的增加，投资活动现金净额转负为正，2012 年公司投资活动现金流净额为 0.60 亿元。

2010~2012 年，公司取得借款收到的现金有所减少，收到其他与筹资活动有关的现金提升至较高水平，2011、2012 年分别为 7.55 亿元、7.63 亿元。但由于 2012 年公司筹资力度下降，筹资活动现金流入同比下降 43.35%。随着近年来公司对债务清偿力度的增加，偿还债务支付的现金及支付其他与筹资活动有关的现金均有较大幅度提升；公司筹资活动现金流出量年均增幅 160.11%。收到其他与筹资活动有关的现金和支付其他与筹资活动有关的现金主要是与银行之间发生进口押汇业务带来的款项。近三年，公司筹资活动现金流净额分别为 2.33 亿元、9.80 亿元、-10.19 亿元。

2013 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 46.20 亿元，现金流净额 0.97 亿元，现金收入比 114.63%。投资活动现金流规模较小，现金流入 0.15 亿元，净额-0.03 亿元。筹资活动现金主要体现为现金流出，净额-0.96 亿元。

总体看，公司经营活动现金流规模较大，经营活动获现能力较强，随着主要在建项目的完工，资本支出规模有所减少，对外筹资压力减小。

3. 资本及债务结构

资产质量

截至 2012 年底，公司资产总计 98.77 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占 50.66%和 49.34%。

截至 2012 年底，公司流动资产 50.04 亿元，主要由货币资金、应收票据、应收账款、存货和其他流动资产构成，占比分别为 27.43%、9.08%、7.19%、31.06%和 18.13%。

截至 2012 年底，公司货币资金 13.73 亿元，其中其他货币资金（包括信用证保证金、承兑保证金、银票托收保证金、其他保证金）占比 42.18%，其余主要为银行存款。

公司于 2011 年度购买交易性金融资产并持有至今，按市价核算额度为 2.60 亿元，全部为在二级市场购入的光大银行（股票代码：601818）股票。

截至 2012 年底应收票据余额 4.54 亿元，全部为银行承兑汇票。截至 2012 年底，应收账款余额 3.60 亿元，全部为 1 年以内款项，主要系下游经销商及厂商所欠的货款。近年来公司其他应收款虽有上升，但仍保持较小规模，2012 年底为 0.96 亿元，主要为关联企业往来款。

公司存货规模较大，截至 2012 年底为 15.54 亿元。从存货构成来看，库存商品及土地开发成本分别占比 30.58%、60.48%，公司土地开发成本较高系 2009 年开始公司土地由工业变为商业而致。由于 2012 年以来行业景气度不好，产品价格下降，公司存货存在一定的跌价风险，公司未计提存货跌价准备。

截至 2012 年底，公司其他流动资产 9.07 亿元，主要为天宏置业在土地改制过程中，公司其他控股子公司为其提供的委托贷款（共 8.87 亿元），到期后由公司代为一次性偿还本金和支付利息。

截至 2012 年底，公司非流动资产 48.73 亿元，主要由长期股权投资及固定资产构成，占比分别为 42.17%和 54.26%。截至 2012 年底为 20.55 亿元，主要为公司对宁波禾元化学及天津滨海农村商业银行等企业的投资。截至 2012 年底，公司固定资产净额 26.44 亿元。从固定资产原值看，土地、房屋建筑物、机器设备分别占比 4.79%、11.81%、82.61%。截至 2012 年底，公司累计计提固定资产折旧 9.46 亿元。

截至 2013 年 3 月底，公司资产总计 98.89 亿元，较 2012 年底增长 0.13%，资产结构整体保持稳定。公司计划 2013 年底将宁波禾元化学纳入合并范围，届时公司长期股权投资将大幅下降，其他科目可能会发生一些变化。

总体看，公司流动资产中，货币资金及存货占比较大，货币资金中受限资金较多，存货

存在一定的跌价风险；非流动资产主要由长期股权投资和固定资产构成。公司整体资产质量和流动性一般。

权益及负债构成

截至 2012 年底，公司所有者权益合计 42.00 亿元，其中包含少数股东权益 2.44 亿元。所有者权益的变动主要来自未分配利润，截至 2012 年底，未分配利润 32.39 亿元，占比 77.13%；实收资本及资本公积分别占比 7.02%、8.40%，近年来保持稳定。截至 2013 年 3 月底，公司所有者权益合计 42.66 亿元，较 2012 年底增长 1.57%，增长全部来自未分配利润的变化。总体看，公司所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2012 年底，公司负债合计 56.77 亿元，其中流动负债占 70.32%。

截至 2012 年底，公司流动负债 39.92 亿元，其中短期借款、应付账款及其他流动负债占比较高，占比分别为 39.87%、32.94%和 22.22%。

截至 2012 年底公司短期借款 15.92 亿元，主要为抵押贷款。近年来公司应付票据规模有所下降，2012 年底为 1.80 亿元。公司应付账款主要为向供应商的应付材料款，2012 年底公司应付账款余额 13.15 亿元。2011 年，公司其他应付款分别为 3.00 亿元，主要为应付浙江耀华毛纺织有限公司的往来款、应付工程建设保证金和房租押金，2012 年底已全部结清。近三年，公司其他流动负债规模保持 8.87 亿元，全部为委托借款。系子公司天宏置业向公司其中 4 家控股子公司和关联企业浙江耀华毛纺织有限公司申请的委托贷款。

截至 2012 年底，公司非流动负债 16.85 亿元，主要由长期借款和应付债券构成。2012 年底长期借款余额 9.85 亿元，同比下滑 11.66%，由抵押借款及担保借款构成。2011 年底，公司长期应付款为 3.39 亿元，全部为浙江天圣化纤有限公司设备款。2012 年公司长期应付款科目已全部结清。

2012 年底公司应付债券 7.00 亿元，为 2012 年发行的短期融资券“12 天圣 CP001”（已列入短期债务计算相关指标）。

截至 2013 年 3 月底，公司负债合计 56.23 亿元，较 2012 年底下降 0.94%，负债结构较为稳定。

2010~2012 年，公司全部债务规模逐年增长，三年分别为 24.05 亿元、30.39 亿元、34.57 亿元，年均增长率为 19.91%；其中短期债务占比分别为 74.64%、63.31%和 71.51%，债务结构仍有待改善。近三年，公司资产负债率波动下降，全部债务资本化比率逐年上升，长期债务资本化比率波动上升，三项指标加权平均值分别为 58.48%、44.12%、19.27%，截至 2012 年底，分别为 57.48%、45.15%、19.00%。截至 2013 年 3 月底，公司上述三项指标分别为 56.86%、44.90%、18.43%，较 2012 年底基本持平。

总体看，公司债务规模逐年增长，债务结构有待优化，整体债务负担适宜。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2010~2012 年，公司流动比率及速动比率波动上升。近三年两项指标加权平均值分别为 116.94%、81.41%，截至 2012 年底，上述两指标分别为 125.35%、86.42%。但考虑到公司实际流动负债可能较高（短期融资券应计入流动负债核算），公司 2012 年流动及速动比率可能低于上述值。2010~2012 年，公司经营现金流动负债比分别为 36.68%、23.92%、29.64%。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，随着利息支出的增长及 2012 年利润水平的下滑，公司近年来 EBITDA 利息倍数有所下滑，三年分别为 10.37 倍、9.43 倍、5.49 倍。全部债务/EBITDA 倍数分别为 2.30 倍、2.49 倍、3.96 倍。虽然公司长期偿债能力指标有所下滑，但公司整体长期偿债能力仍较强。

截至 2013 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信额度为 92.45 亿元，其中未使用授信额度 52.48 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2013 年 3 月底，公司对外担保 2.16 亿元，担保比率为 5.06%，被担保企业大多为当地同行业或上下游企业，目前经营正常。

5. 债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2013 年 6 月 24 日，公司无未结清和已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

基于对公司自身经营和财务特点以及行业状况的综合判断，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

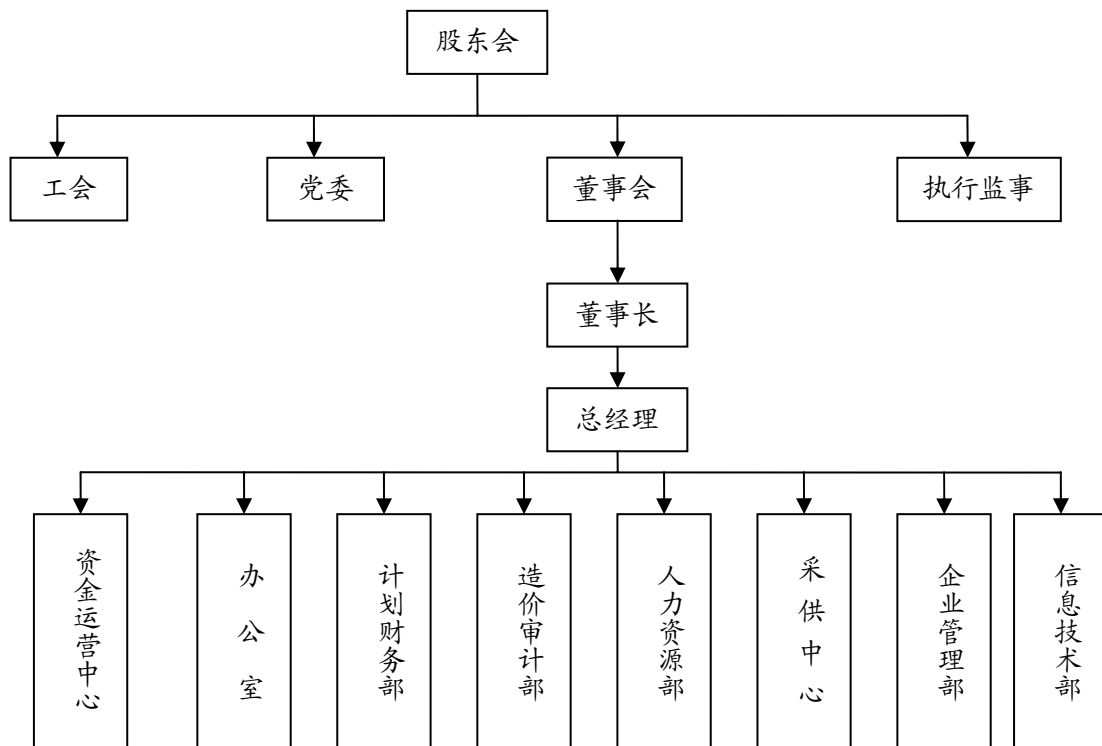
九、待偿还债券偿债能力分析

公司目前处于存续期债券为“12 天圣 CP001”，金额 7 亿元。截至 2012 年底公司现金类资产（已剔除受限资金）为待偿还债券的 2.15 倍；截至 2013 年 3 月底，公司现金类资产为待偿还债券的 2.28 倍；公司 2012 年经营活动现金流入量为待偿还债券的 30.28 倍，经营活动现金流量净额为待偿还债券的 1.69 倍。总体看，公司货币资金充足、经营活动现金流入量规模较大，对存续期债券覆盖倍数较高。

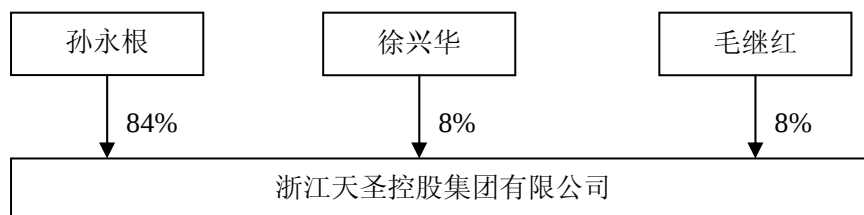
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12 天圣 CP001” A-1 的信用等级。

附件 1-1 组织结构图



附件 1-2 股权结构图



附件 1-3 合并报表内控股子公司

序号	名称	注册资本（万元）	投资金额（万元）	持股比例（%）
1	浙江天圣通商投资有限公司	36501.41	36501.41	100.00
2	宁波禾元进出口有限公司	20000.00	18000.00	90.00
3	绍兴县天宏置业有限公司	5830.46	1800.00	30.87
4	浙江天圣化纤有限公司	36000.00	36000.00	100.00
5	绍兴亿丰化纤有限公司	USD6443.00	USD3874.82	60.14
6	绍兴怡华纺织有限公司	USD2530.00	USD1897.50	75.00

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	128572.38	114853.19	137253.58	3.32	137075.39
结算备付金					
交易性金融资产		25958.33	25958.33		25958.33
应收票据	22860.16	55812.74	45418.81	40.95	52357.68
应收账款	45773.49	38923.37	35982.85	-11.34	37371.88
预付款项					
应收股利					
应收利息					
其他应收款	20.53		9649.85	2068.11	7809.41
存货	122536.63	144696.57	155436.18	12.63	155331.50
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	115681.26	91282.23	90700.00	-11.45	90700.00
流动资产合计	435444.44	471526.43	500399.61	7.20	506604.19
非流动资产：					
发放贷款及垫款					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	169089.52	207850.58	205483.98	10.24	205483.98
投资性房地产					
固定资产	155726.67	279374.77	264416.40	30.31	258619.23
在建工程	376.61	2906.01	160.57	-34.70	305.33
工程物资	788.99	3592.18		-100.00	44.62
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产					
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	23769.81	24298.02	17226.24	-14.87	17878.58
递延所得税资产					
其他非流动资产					
非流动资产合计	349751.60	518021.58	487287.20	18.04	482331.73
资产总计	785196.03	989548.01	987686.81	12.16	988935.92

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	145356.57	185008.19	159172.97	4.64	166281.21
吸收存款及同业存放					
交易性金融负债					
应付票据	34127.00	7428.00	18038.04	-27.30	15000.00
应付账款	86189.56	138556.42	131474.81	23.51	122943.17
预收款项					
应付职工薪酬	3003.23	3246.58	3287.01	4.62	4453.44
应交税费	-809.98	-67.60	-1485.28	35.41	-1404.20
应付利息					
应付股利					
其他应付款	21631.89	29996.54		-100.00	
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	88700.00	88700.00	88700.00		88700.00
流动负债合计	378198.26	452868.12	399187.55	2.74	395973.62
非流动负债：					
长期借款	60969.75	111506.45	98501.05	27.11	96364.22
应付债券			70000.00		70000.00
长期应付款	16221.64	33935.04		-100.00	
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债					
递延收益					
其他非流动负债					
非流动负债合计	77191.39	145441.48	168501.05	47.75	166364.22
负债合计	455389.65	598309.60	567688.60	11.65	562337.84
所有者权益：					
实收资本(或股本)	29500.00	29500.00	29500.00		29500.00
资本公积	37040.44	35265.13	35265.13	-2.43	35265.13
减：库存股					
专项储备					
一般风险准备					
盈余公积	5042.69	6892.69	6892.69	16.91	6892.69
未分配利润	231076.30	294997.32	323940.91	18.40	330540.77
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	302659.43	366655.14	395598.73	14.33	402198.60
少数股东权益	27146.95	24583.26	24399.47	-5.20	24399.47
所有者权益合计	329806.38	391238.40	419998.21	12.85	426598.07
负债和所有者权益总计	785196.03	989548.01	987686.81	12.16	988935.92

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	989113.64	1509107.55	1776619.41	34.02	400550.67
减: 营业成本	917338.48	1412789.41	1710654.11	36.56	386562.52
营业税金及附加	1009.18	2463.60	2286.80	50.53	495.01
销售费用	5250.55	4376.52	5602.14	3.29	657.79
管理费用	8498.96	11298.78	13766.78	27.27	2611.89
财务费用	6374.73	8245.26	21220.48	82.45	5680.14
资产减值损失					
利息支出					
手续费及佣金支出					
加: 公允价值变动收益					
投资收益	20347.48	7402.83	9764.97	-30.72	1546.87
汇兑收益					
二、营业利润	70989.23	77336.81	32854.07	-31.97	6090.18
加: 营业外收入	6258.60	5719.72	3724.94	-22.85	2853.91
减: 营业外支出	1507.17	2293.49	355.92	-51.40	60.32
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	75740.66	80763.04	36223.09	-30.84	8883.77
减: 所得税费用	14284.27	18515.78	7279.50	-28.61	2283.91
四、净利润	61456.39	62247.26	28943.59	-31.37	6599.86

附件 4-1 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	1074480.17	1778960.64	2073523.82	38.92	459161.64
收到的税费返还	1206.40			-100.00	
收到其他与经营活动有关的现金	103098.46	99833.39	46039.18	-33.18	2853.91
经营活动现金流入小计	1178785.02	1878794.03	2119563.00	34.09	462015.55
购买商品、接受劳务支付的现金	982538.22	1674687.99	1947348.28	40.78	444460.31
支付给职工以及为职工支付的现金	14702.86	18142.17	23516.95	26.47	3700.23
支付的各项税费	10109.87	10194.73	10628.64	2.53	1850.56
支付其他与经营活动有关的现金	32712.70	67434.77	19751.53	-22.30	2283.91
经营活动现金流出小计	1040063.65	1770459.66	2001245.41	38.71	452295.00
经营活动产生的现金流量净额	138721.37	108334.37	118317.59	-7.65	9720.55
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	1383.08	4250.00	47212.31	484.26	
取得投资收益收到的现金	18964.40	7402.83	9764.97	-28.24	1546.87
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	4729.24	1663.83	1164.29	-50.38	
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	4803.51	28168.76	26552.36	135.11	
投资活动现金流入小计	29880.23	41485.42	84693.93	68.36	1546.87
购建固定资产、无形资产等支付的现金	55453.15	159244.94	18307.43	-42.54	1818.12
投资支付的现金	118289.36	86836.82	44625.14	-38.58	
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	6145.63	5799.97	15758.22	60.13	
投资活动现金流出小计	179888.14	251881.74	78690.79	-33.86	1818.12
投资活动产生的现金流量净额	-150007.90	-210396.32	6003.14		-271.25
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	5363.87	12000.00		-100.00	
取得借款收到的现金	46276.47	83940.32	21007.53	-32.62	4971.41
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	1145.47	75482.51	76273.45	716.01	
筹资活动现金流入小计	52785.81	171422.83	97280.98	35.75	4971.41
偿还债务支付的现金	16310.00	20124.00	59848.15	91.56	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6374.72	8245.26	21220.48	82.45	5680.14
支付其他与筹资活动有关的现金	6758.91	45056.95	118132.70	318.07	8918.77
筹资活动现金流出小计	29443.64	73426.21	199201.32	160.11	14598.91
筹资活动产生的现金流量净额	23342.18	97996.62	-101920.34		-9627.50
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	12055.64	-4065.32	22400.39	36.31	-178.19
加: 期初现金及现金等价物余额					
六、期末现金及现金等价物余额	12055.64	-4065.32	22400.39	36.31	-178.19

附件 4-2 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	61456.40	62247.26	28943.59	-31.37
加：资产减值准备				
固定资产折旧及其他	18047.98	23549.67	30554.95	30.11
专项储备的增加（减：减少）				
无形资产摊销				
长期待摊费用摊销	834.60	4626.09	4550.92	133.51
待摊费用减少（减：增加）	-4762.90			-100.00
预提费用增加（减：减少）				
处置固定资产、无形资产等损失	49.59	461.40	1194.57	390.81
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	6874.72	8245.26	21220.48	75.69
投资损失	-20847.48	-7402.83	-9764.97	-31.56
计入当期收益的政府补助				
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加				
递延税款贷项（减：借项）				
存货的减少	-11567.06	-25666.42	-10739.62	-3.64
经营性应收项目的减少	15157.29	-53593.46	49632.07	80.95
经营性应付项目的增加	73478.24	99289.09	204.75	-94.72
其他		-3421.70	2520.86	
经营活动产生的现金流量净额	138721.37	108334.37	118317.59	-7.65

附件 5 主要计算指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	13.78	18.47	20.17	--
存货周转次数(次)	7.86	10.57	11.40	--
总资产周转次数(次)	1.43	1.70	1.80	--
现金收入比(%)	108.63	117.88	116.71	114.63
盈利能力				
营业利润率 (%)	7.15	6.22	3.58	3.37
总资本收益率(%)	12.55	10.81	5.86	--
净资产收益率(%)	18.63	15.91	6.89	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	15.60	22.18	19.00	18.43
全部债务资本化比率(%)	42.17	43.72	45.15	44.90
资产负债率(%)	58.00	60.46	57.48	56.86
偿债能力				
流动比率(%)	115.14	104.12	125.35	127.94
速动比率(%)	82.74	72.17	86.42	88.71
经营现金流流动负债比(%)	36.68	23.92	29.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.37	9.43	5.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.30	2.49	3.96	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.05	-0.34	0.36	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.12	-7.90	7.82	--

注：公司 2013 年一季度财务数据未经审计。上述指标将应付债券中的短期融资券列入短期债务进行计算

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 8 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息