

信用等级公告

联合[2014] 1346 号

联合资信评估有限公司通过对江苏阳光股份有限公司及其拟发行的 2015 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

江苏阳光股份有限公司

主体长期信用等级为

AA⁻

江苏阳光股份有限公司

2015 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
二零一四年十二月二十九日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

江苏阳光股份有限公司

2015 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⁻

本期中期票据发行额度: 7 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 每年付息, 到期一次还本

发行目的: 置换银行贷款

评级时间: 2014 年 12 月 29 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	58.71	43.30	38.48	41.64
所有者权益(亿元)	33.23	18.20	19.22	18.88
长期债务(亿元)	5.03	1.06	0.19	2.10
全部债务(亿元)	21.29	21.01	16.81	19.96
营业收入(亿元)	38.73	28.29	23.42	16.86
利润总额(亿元)	0.17	-13.93	1.28	0.73
EBITDA(亿元)	5.39	-8.85	4.92	--
经营性净现金流(亿元)	1.28	0.39	4.11	1.70
营业利润率(%)	10.92	11.04	18.13	18.43
净资产收益率(%)	0.32	-77.67	6.58	--
资产负债率(%)	43.40	57.97	50.06	54.67
全部债务资本化比率(%)	39.05	53.58	46.66	51.40
流动比率(%)	73.19	60.94	68.10	84.58
全部债务/EBITDA(倍)	3.95	-2.37	3.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.45	-7.60	4.71	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	0.77	-1.26	0.70	--

注: 1. 公司 2014 年三季度财务数据未经审计; 2. 公司计入“长期应付款”的融资租赁款已调整至公司长期债务。

分析师

董征 赵阳

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

江苏阳光股份有限公司(以下简称“公司”)是中国最大的精纺呢绒生产企业。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在行业地位、品牌、技术和规模等方面的优势。同时,联合资信也关注到毛纺行业景气度下滑、人工成本上升、公司短期债务占比大且具有一定的短期支付压力等因素对公司信用水平的不利影响。

在服装业景气度偏低的情况下,公司 2012 年剥离了持续亏损的服装业务板块;并于 2013 年完成对亏损严重的子公司宁夏阳光硅业有限公司破产清算,集中资源专注于发展毛纺主业。未来随着国内消费者对高端纺织品需求的不断增加,公司将获得更大的发展空间。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况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较低,安全性较高。

优势

1. 公司是中国最大的精纺呢绒生产企业,生产设备和先进,品牌和规模优势显著。
2. 公司剥离持续亏损的服装生产和多晶硅业务,有助于公司降低资金占用、集中资源发展毛纺主业。
3. 公司职业装面料市场客户稳定,采购量大。
4. 公司经营性现金流入量对本期中期票据覆盖程度较高。

关注

1. 毛纺行业景气度下滑、劳动力成本攀升等外部因素对公司纺织业务造成不利影响。
2. 公司存货中库存商品占比较大,存在一定

的跌价风险。

3. 公司短期债务占比大，债务结构有待改善，具有一定的短期支付压力。
4. 公司原材料主要来自澳大利亚，供应渠道单一，受羊毛市场价格波动、进出口政策及国际汇率变化等因素影响大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与江苏阳光股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江苏阳光股份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，未因江苏阳光股份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阳光股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、江苏阳光股份有限公司 2015 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。

一、主体概况

江苏阳光股份有限公司（以下简称“阳光股份”或“公司”）于1999年5月经江苏省人民政府苏政复【1999】44号文批准注册设立。1999年8月27日，根据中国证券监督管理委员会证监发字【1999】107号文在上海证券交易所向社会公开发行人民币普通股，股票名称“江苏阳光”，股票代码600220。根据公司2007年度股东大会决议，公司以2007年12月31日总股本96396.77万股为基数，按每10股由资本公积金转增8.5股，共计转增81937.26万股，并于2008年度实施。转增后，注册资本增至人民币178334.03万元。2013年8月5日，公司第一大股东江苏阳光集团有限公司（以下简称“阳光集团”）与自然人陆宇先生、孙宁玲女士、陈丽芬女士分别签署了《股份转让协议书》，将其持有公司的38413万股无限售流通股（占上市公司总股本的21.54%）分别转让给上述3名受让人，合计股权转让价款为人民币78746.65万元。上述次股权转让完成后，阳光集团持股8.45%；陈丽芬持股8.31%；陆宇持股8.09%；孙宁玲持股5.14%；同日，公司第一大股东阳光集团与公司第二大股东陈丽芬、第三大股东陆宇、第四大股东孙宁玲签订《一致行动人协议》，合计持有公司表决权比例为29.99%。

截至2014年9月底，公司注册资本17.83亿元，阳光集团与自然人陈丽芬女士、陆宇先生、孙宁玲女士为一致行动人，合计持有表决权29.99%；阳光集团由江苏阳光控股集团有限公司100%控股，江苏阳光控股集团有限公司由陆克平控制，陆克平是公司的最终控制人。

公司目前已经形成以精纺呢绒面料为主业，热电为辅的经营架构。公司先后被评为江苏省高新技术企业、国家级创新发展先进企业和国家火炬计划重点高新技术企业。

公司下设洗毛制条、条染复精梳、纺部、织部和热电五个车间和设备供应部、原料部、生产技术部、国际贸易部、销售中心、行政部、信息中心、证券部、财务部、审计部、办公室、安保部等12个职能部门。截至2014年9月底，公司拥有子公司8家。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为38.48亿元，所有者权益合计为19.22亿元（其中少数股东权益2.94亿元）。2013年，公司实现营业收入23.42亿元，利润总额1.28亿元。

截至2014年9月底，公司（合并）资产总额为41.64亿元，所有者权益合计为18.88亿元（其中少数股东权益2.28亿元）。2014年1~9月，公司实现营业收入16.86亿元，利润总额0.73亿元。

公司注册地址：江阴市新桥镇马嘶桥；
法定代表人：陈丽芬。

二、本期中期票据概况

公司拟发行2015年第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度7亿元，期限3年；本息偿还方式采取每年付息、到期一次还本。

本期中期票据募集资金将全部用于置换银行贷款。本期中期票据无担保。

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，贷款基准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金[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改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控

仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 毛纺织行业

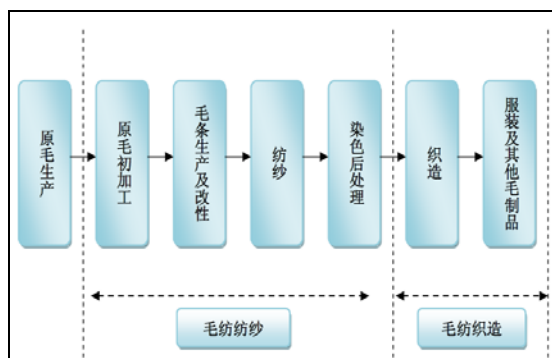
（1）行业概况

公司产品 and 业务覆盖洗毛-梳条-条染-纺纱-织布-后整理一整套面料生产流水线。因此公司所属行业为毛条、毛纱线加工以及毛染整精加工，其均为纺织行业重要子行业。按加工工艺主要分为精纺呢绒、粗纺呢绒、绒线、毛针织品等行业门类。精纺呢绒在纺织工业中生产加工工艺技术最为复杂，被称为“技术纺织”，其产品主要用于高档服装，附加值较高，被誉为纺织产品家族的“黄金贵族”。精纺呢绒产品作为高档服装面料，历来在发达国家充当着高档消费品的角色，其生产设计也曾一度由意大利、英国、德国、日本、韩国、台湾等国家和地区所控制。随着全球化进程的不断推进，过去处于国际先进水平的意大利、英国、日本、韩国等国家的毛纺行业企业数量逐步减少，并将自己的加工基地向中国等发展中国家转移；发达国家利用研发、设计、品牌、营销网络上的优势控制着供应链中的零售环节，以获取更大的利润。

天然纤维

天然纤维是自然界原有的或经人工培植的植物上、人工饲养的动物上直接取得的纺织纤维，是纺织工业的重要材料来源。尽管20世纪中叶以来合成纤维产量迅速增长，纺织原料的构成发生很大变化，但是天然纤维在纺织纤维年总产量中仍约占50%。天然纤维的种类很多，长期大量用于纺织的天然纤维可细为植物纤维和动物纤维。

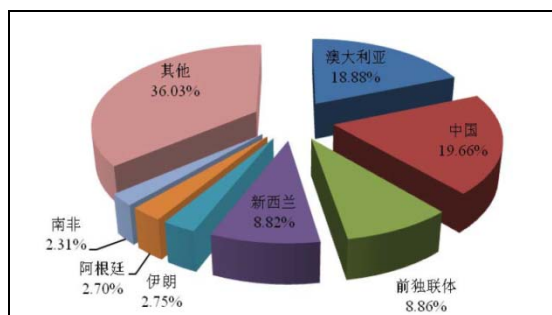
图1 毛纺织产业链结构图



资料来源：国信证券研究报告

羊毛是目前应用最广泛的天然纤维之一。羊毛的主要成分为角蛋白，它由多种 α -氨基酸构成，后者可联结成呈螺旋形的长链分子，其上含有羧基、胺基和羟基等，在分子间形成盐键和氢键等。长链之间由胱氨酸的二硫键形成的交键相联结。上述分子结构决定了羊毛区别于其他一般天然纤维和合成纤维的独特性能。

图2 全球含脂毛产量分布



资料来源：中国毛纺织行业协会

毛精纺纱细分行业

精纺是指通过精梳工艺去除短纤维的纺纱工艺，其产品附加值较高，是目前主要的毛纺工艺。中国毛纺工业早期发展缓慢，企业以粗纺为主，20世纪30年代才引进精纺设备，到20世纪90年代中期涌现出众多的毛精纺企业，之后通过十多年来市场的优胜劣汰，毛精纺企业在盈利能力、产品定位上迅速拉开了距离，中低档产品市场竞争与高档产品竞争呈现出不同特点。高档的毛精纺纱线、毛精纺面料在毛纺产品中占据主流位置，目

前基本上与国际主流产品接轨，在产品的加工难度和精度、色彩及时尚元素的运用等方面与世界同步。

在新的市场环境下，毛精纺纱行业不断进行产业结构调整和产业升级，其发展趋势主要体现在以下几个方面：

①纱线产品向差异化、功能化、高附加值化发展。随着人们对衣着的保暖性能要求趋于淡化，而倾向于追求高品质的衣着体验以及轻便、易护理等衣着功能，毛纺产品的差异化、功能化、高附加值化已经成为不可逆转的发展趋势。为适应这种需求，实现纱线资源的多元化，充分利用羊毛改性技术以及后整理技术开发高档纯羊毛纱线，利用棉麻丝等植物纤维、羊绒兔毛等特种动物纤维与羊毛混纺开发高附加值混纺纱线，利用功能化、智能化化学纤维开发功能性纱线，充分发挥利用各种纺纱新工艺技术，改造传统工艺，实现产品升级，已成为行业持续发展的重要方向。

②品牌建设成为竞争力提升关键。在全球经济一体化的浪潮中，中国承接全球毛纺纺纱产业的产能转移，纺纱产能急剧扩大。然而大部分毛纺企业的纱线产品均为来样生产，无自主品牌，多供应于二流的织造服装企业，在高端市场无法与意大利等欧盟国家的毛精纺纱企业竞争。品牌建设已经成为企业提高市场竞争力，获取最大经济效益的关键。

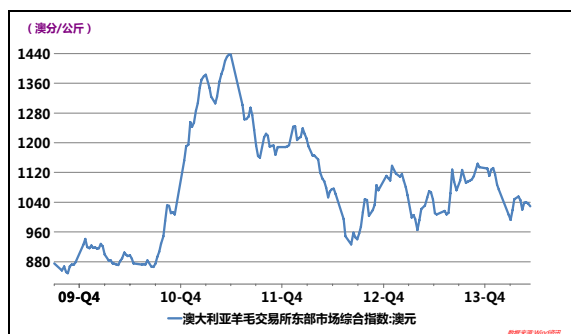
③生态环保性要求不断提高。全球纺织业“绿色化”已经成为一种趋势，绿色生产和绿色消费的观念不断改变着世界纺织品生产过程，天然绿色、环保类纺织品成为纺织品市场的“新宠”。尤其是对于全球化程度较高的毛纺行业来说，开发、生产生态纺织品是取得进军国际市场主动权的基础，也成为打破西方“绿色”壁垒和提高产品国际市场竞争力的有效手段

（2）与上下游关联性

与上游行业的关联性

上游行业为畜牧业，近几年来全球羊毛的价格变化较大，对毛纺行业的发展造成一定的影响。羊毛价格受气候、消费需求、产业国政策、羊毛储备情况、汇率变动等多因素影响，其价格的波动直接影响到毛纺行业的原材料成本以及产品价格。澳大利亚作为全球最大的羊毛出产国以及出口国，其国内羊毛拍卖市场的价格基本可以反映全球羊毛价格的走势，其他国家如新西兰、乌拉圭、南非、英国及中国的羊毛价格基本上跟随澳毛价格波动。

图3 近年澳大利亚东部羊毛交易所澳元羊毛综合指数走势



资料来源：wind 资讯

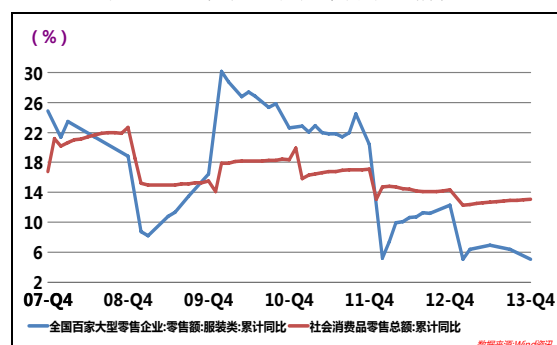
与下游行业的关联性

下游行业为服装行业。虽然近年来羊毛纤维占全球纤维产量不足2%，但是随着生态纤维与羊毛混纺的日趋成熟，羊毛使用的范围不断扩大。目前不仅仅是毛纺织企业生产服装时使用羊毛，棉纺企业生产的一些高端服装产品中也开始使用羊毛。随着人们对生活品质要求的逐渐提升，羊毛服装以其高档天然的一贯形象深得消费者的喜爱，并始终作为中高档纺织产品出现在消费市场。

2013年，中国服装产业运行总体平稳，规模以上企业产量微增，增速趋缓；服装内销有所增长，但增速进一步放缓，出口实现恢复性增长，但增幅前高后低，逐月趋缓；投资保持增长，东部仍是投资重点地区；规

模以上企业效益增长，但盈利能力未见明显提升，从全行业口径来看，规模以上企业两极分化明显，中小企业运营依然艰难。根据国家统计局数据，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，同比增长3.75%；针织服装131.77亿件，同比下降1.08%，产量增速渐缓。2013年，中国服装行业规模以上企业实际完成投资3127.14亿元，与2012年同比增长19.77%。

图4 近年中国服装零售增长情况



资料来源：wind 资讯

（3）行业竞争

中国毛纺产业布局主要集聚在靠近市场的沿海地区，上下游产业链配套齐全，产业集群作用凸显，企业技术进步突飞猛进，国际竞争力不断增强，加之在全球经济一体化的趋势下，中国承接了全球产业的转移，使得近年中国毛纺产品出口快速增长。当前毛纺服装类产品的国际市场份额达到45%，非服装类产品的国际市场份额超过15%。随着内需的持续增长和国际市场份额的稳步上升，中国毛纺工业一直处在上行的发展阶段。目前中国毛纺工业产能世界第一，中国羊毛年加工量达40万吨（净毛），约占世界羊毛加工总量的35%。江苏、上海、山东、浙江、天津仍然是精梳呢绒的主要出口地区。

与棉纺行业等不同，精毛纺行业存在着一定的进入壁垒。精梳呢绒生产涉及的工序环节达100多道，所用纺织设备90%以上需要进口，一家企业从进入精纺呢绒行业到真

正实现规模化生产并获得稳定的订单，往往需要 10 年以上的时间，对技术水平、设备工艺和资金投入均要求较高。

从全球来看，意大利、英国和日本作为传统的精纺工业强国，凭借其在科研和设计等方面的显著优势，主要占领高端市场。中国毛纺企业由于科研能力、技术水平及生产规模方面存在较大差异，产品覆盖高、中、低端各档次，部分企业技术实力较强，产品档次已超越日韩，挤入高端市场。目前国际上高端市场是指精梳呢绒支数在 100 支以上的，主要生产地区在英国、意大利和中国，支数 100 支以下的中、低端市场集中在东亚地区。

中国的精梳呢绒行业通过多年的发展，形成了基本稳定的竞争格局。从生产能力、技术水平以及在国内外的知名度来看，目前中国具有较强竞争实力的精梳呢绒生产厂商主要是江苏阳光、南山纺织、山东如意和凯诺科技，产能合计占全行业产能的 30% 以上，其余毛纺织企业规模较小、技术落后，竞争能力弱。

从地域分布来看，随着对外贸易规模的迅速增长，中国精纺行业原有的生产能力逐渐从一些大城市退出，向海运优势明显的沿海区域长江三角洲、珠江三角洲以及山东等地集中，并出现了带有区域特色的产业集群，如江苏阳光、凯诺科技所在的江苏江阴毛纺产业集群。

（4）行业技术水平

精纺呢绒产品作为高档服装面料，历来在发达国家充当着高档消费品的角色，其生产技术也曾一度由意大利、英国、德国、日本、韩国、台湾等国家和地区所控制。近年来，发展中国家尤其是中国的毛纺企业利用全球毛纺行业调整趋势，抓住发展机遇，不断进行技术改造和技术创新，逐渐具备了生产中、高档产品的技术实力和工艺水平。在研发方面，中国走在行业前列的江苏阳光、

南山纺织、山东如意和凯诺科技等企业已经能够与世界顶级羊毛制品企业竞争，技术差距在不断缩小。

（5）行业关注

市场需求乏力，原材料和劳动力成本上升，毛纺行业处于景气周期下行阶段

受到国内外整体消费需求乏力、订单萎缩、增长动力不足以及主要原材料、用工成本上升等因素的影响，2011 年以来，纺织服装行业景气度下滑。作为纺织行业的重要子行业，毛纺织行业同样面临国外客户订单下降的压力。自从经济危机以来，受到外部需求严重冲击的中国毛纺织企业充分认识到国内市场的重要性——不仅中国国内的潜在需求量大，而且需求稳定。2011~2013 年，中国毛纺织和染整加工业的内销比例均在 80% 以上。由于国际采购商采取全球招标的采购方式，必然使中标价格维持在相对低位，而国内市场随行就市的议价方式能够保证企业获得高于国际市场的利润率。此外，随着人民生活水平的上升，消费者对高端纺织品的需求也越来越旺盛，国内市场将成为毛纺企业的核心市场。

毛纺行业对上游议价能力较弱

毛纺行业上游原料以羊毛为主，生产高品质精梳呢绒所需羊毛主要依赖进口，对外依存度较高。2013 年，中国共进口羊毛 34.95 万吨，同比增长 12.92%，其中超过 50% 来自澳大利亚。作为全球最大的羊毛生产国，为保护当地畜牧业，澳大利亚的羊毛主要通过澳大利亚政府下属的国际羊毛局定期举办拍卖会的形式出售羊毛。中国毛纺企业由于较为分散，单一企业规模较小，中国毛纺企业的整体议价能力较弱。

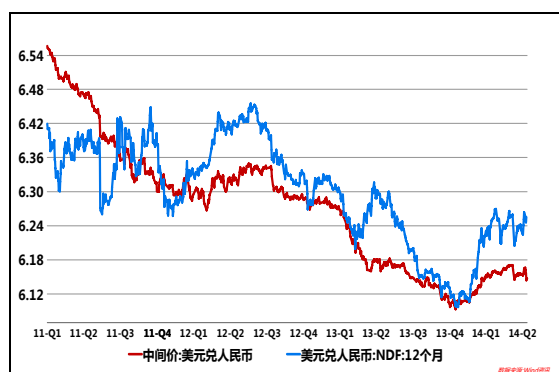
汇率变动影响

中国纺织行业外向型企业较多，出口规模较大，但由于品牌文化、技术实力、设计能力等方面同服装产业发达的国家相比存在较大差距，整体产品附加值相对较低，出口

竞争力主要依靠成本优势。在贸易顺差持续高位运行，人民币升值压力不断加大的背景下，中国人民银行于 2010 年 6 月 19 日宣布允许人民币汇率更具弹性，人民币汇率每日正负 0.5% 的浮动区间将维持不变，意味中国逐步开始允许人民币升值。政策实施后，人民币汇率进入升值通道。为推进汇率改革，促进对外贸易进一步趋于平衡，中国人民银行宣布，自 2012 年 4 月 16 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 0.5% 扩大至 1%，人民币汇率波幅再增一倍。

2012 年，经历了从贬值预期到升值预期的转变，外汇市场出现较大分歧，但全年人民币汇率整体波动不大，仅小幅升值。2013 年人民币在外汇市场保持强劲态势，2013 年 4 个季度，人民币对美元汇率升值幅度分别为 0.3%、1.4%、0.5%、0.5%。2013 年全年人民币对美元汇率升值 2.8%。2014 年 1 月人民币汇率小幅震荡，但自 2 月中旬以来迅速上升，美元兑人民币中间价从 2 月 17 日的 6.1053 一路升至 6 月 5 日的 6.1708，出现明显贬值，后至 6 月中小幅波动态势。

图5 2011年以来美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

（6）行业政策和发展趋势

2010 年底发布的《纺织工业“十二五”科技进步纲要》对“十二五”时期纺织行业开发应用核心技术，成为世界上自主掌握纺织高新技术的主要国家之一提出了要求，具体实施目标包括主流工艺、技术和装备达到

国际先进水平；大规模实现清洁生产，基本建立低碳、绿色、循环经济体系；主要企业具备较强的自主创新能力，技术和产品研发、检测中心完备，拥有高素质、专业化的科技创新人才队伍，研发投入强度达到 3%~5%；行业信息化技术开发和应用接近或达到国际先进水平，推动管理和营销模式的现代化；生产效率继续提高，到“十二五”末，规模以上企业劳动生产率争取比 2010 年翻一番。根据上述目标，“十二五”期间的纺织行业科技进步重点实施内容为：突破十大类 50 项关键技术，其中包含的织造关键技术、印染高新技术、现代纺织服装制造技术、纺织标准研究等与公司密切相关的技术创新领域；在全行业重点推广 110 项先进适用技术，其中包括纺纱织造环节、服装制造环节和染整环节。这些要求旨在逐渐改变中国传统纺织行业经济附加值低、环境污染较严重的局面，提高行业整体竞争力。

2012 年 1 月 19 日，工业和信息化部发布了《纺织工业“十二五”发展规划》，以推进纺织工业由大变强。纺织服装行业作为国内市场化程度最高的行业之一，近年正在经受着来自于外部市场需求波动以及包括劳动力成本上涨等行业本身压力，行业也正处于战略转型的重要关口。《纺织工业“十二五”发展规划》的制定，为行业的整体产业发展提供方向，也为行业未来投资机会的挖掘提供指引。《纺织工业“十二五”发展规划》提出纺织工业发展总量目标，“十二五”期间行业规模以上纺织企业工业增加值年均增长 8%，工业增加值率提高 2 个百分点。至“十二五”末全行业出口总额达到 3000 亿美元，年均增长 7.5%。全行业纤维加工总量达到 5150 万吨，年均增长 4.5%。产品质量水平进一步提高，品牌建设能力明显增强。形成具有国际影响力的品牌 5~10 个，国内市场认知度较高的知名品牌 100 个。年销售收入超百亿的品牌企业 50 家，品牌产品出口比重达到 25%。

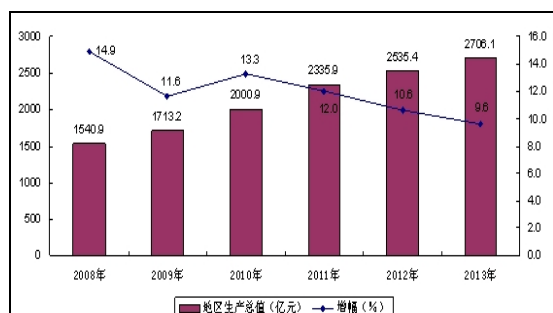
总体看，国内纺织服装产业正由“产能扩张”向“价值增长”、由“依赖出口”向“内外兼顾”转变。未来一段时间，中国纺织服装产业发展速度将放缓，但产业体系的构建、价值体系的重塑、市场体系的完善等，将使纺织服装产业内在素质得到根本提升，从而完成中国纺织服装产业在国际分工中产业地位的升级，并以此赢取未来发展的契机。作为纺织服装产业的高端产品，受益于行业的深刻变革和国内消费升级趋势，毛纺行业的技术更新和产业升级步伐将加快。

2. 区域经济概况

江阴市位于长江三角洲中部，面积988平方公里，北濒长江，南临太湖，西连常州，东邻苏州，距上海、南京各150公里左右，是一座滨江港口城市。

2013年，江阴市国民经济保持平稳增长。全市实现地区生产总值2706.10亿元，按可比价格计算，比上年增长9.60%，按常住人口计算人均生产总值16.6万元，按现行汇率折算达到2.7万美元。2013年全市第一产业增加值51.5亿元，增长3.2%；第二产业增加值1518.1亿元，增长8.8%；第三产业增加值1136.5亿元，增长11.0%。产业结构继续优化，三次产业比例比例为1.9: 56.1: 42.0，三产增加值占GDP比重比上年提高0.8个百分点。

图6 2008~2013年江阴市地区生产总值及增速



资料来源：2013年江阴市国民经济和社会发展公报

2013年，江阴市工业经济较快增长。全市完成工业总产值6615亿元，增长2.4%；其中规模以上工业企业实现产值6140.8亿元，增

长2.5%。规模以上工业中，轻工业实现产值1771.8亿元，增长5.4%；重工业实现产值4369.0亿元，增长1.4%。全市百强企业中，华西村、三房巷集团、兴澄特钢、新长江实业、阳光集团、海澜集团、西城三联等7家企业主营业务收入超200亿元。

2013年江阴市全口径财政收入487.0亿元，增长14.3%；公共财政预算收入182.3亿元，增长9.0%。公共财政预算支出171.2亿元，增长11.2%。

总体来看，江阴市区域经济实力和财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的区域环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

阳光集团与自然人陈丽芬女士、陆宇先生、孙宁玲女士为一致行动人，合计持有公司表决权的29.99%；阳光集团由江苏阳光控股集团有限公司100%控股，江苏阳光控股集团有限公司由陆克平控制，陆克平是公司的实际控制人。

2. 企业规模

行业地位优势

公司是一家以精毛纺面料为主导产业，集洗毛、制条、条染、复精梳、纺纱、织布、印染后整理于一体的中国最大精毛纺生产企业。

截至2013年底，公司已具备精纺纱锭12万锭/年、精纺呢绒面料2600万米/年，与国内外同行业企业同期产能相比，公司规模优势突出。

产品及品牌优势

公司是亚洲第一家经国际羊毛组织认定的超细羊毛织物品质量标准企业。“阳光”商标被评为中国驰名商标，“阳光呢绒”先后荣获中国名牌产品、国家免检产品、中国世界名牌产品称号，“阳光”品牌被评为商务部重点

培育和发展的出口名牌。“阳光”牌精纺呢绒，在中国毛纺业内，公司具备生产规模大、花色品种多、产品品质优、科技含量高、技术装备好等规模及技术优势。目前，公司已形成了180支、300支、500支、等高支哔叽、花呢系列以及羊绒、休闲、功能性系列等30大系列8000多个品种。

技术优势

公司通过加大研发投入、与科研院所合作研究等措施，不断提升公司的核心技术优势。公司先后建立了博士后科研工作站、国家级技术中心、国家级毛纺新材料工程技术研究中心，形成了“一站二中心”的技术创新平台和有层次、有重点的较为完善的技术创新体系。同时，公司与中国纺织科学研究院、上海东华大学、苏州大学等20多所高校合作，建立了产品开发、技术攻关和产、学、研一体化的技术创新机制。在全国同行业中，公司创造了自己独有的核心技术，保证了公司在全国毛纺行业中技术开发和新产品创新的领先地位。截至2014年6月底，公司承担国家863计划2项、国家科技支撑计划1项、国家火炬计划项目16项、国家重点新产品26项、国家重点技术创新项目7项、国家创新能力项目1项；申请各类专利570项，已获授权发明专利23项，实用新型专利9项，外观设计专利538项。

设备优势

公司设备先进，拥有国际最新水平的面料计算机CAD辅助设计系统、瑞士DATACOLOR测色系统、瑞士USTER系列纱线测试分析系统和国际一流的测试仪器，如瑞士OFDA100纤维细度扫描仪、英国INSTRON5565万能强力仪、德国XENOTEXT产品颜色牢固度日晒仿真仪、德国卡迈耶ROM试样整经机，配有24台瑞士苏尔寿最新电脑剑杆织机。

公司利用新西兰安达洗毛机中性洗毛，并通过自动输送管道与OCTIR和毛、梳毛系

统无缝联接，加油、除杂、喂入处于全封闭、自动化的状态下，生产现场整洁有致，最大程度地减少了对羊毛的损伤；从意大利引进的高速针梳机、P100精梳机，可以高效、快速去除毛粒、草屑，使毛网清晰匀净；公司引进的高温高压溢流喷射毛条染色机采用多产品全自动模拟量称料加料系统，有多达90条加料工艺曲线可供选择，是中国目前唯一的一条全自动毛条染色生产线，也是世界最大的最先进的毛条染色及复精梳生产线。

公司的纺织车间，在各道工序均引进了当代最先进的生产设备。其中法国NSC前纺针梳机，将毛条经过六道并合牵伸，充分匀整了羊毛条干均匀度；意大利FTC三罗拉细纱机、IDEA理想型四罗拉细纱机、紧密纺细纱机，有效地保证了细纱条干均匀度。公司所有产品均在进口无梭剑杆织机上生产，保证了坯布质量。

综合来看，公司毛纺业务生产规模大、主导产品品质竞争实力强、品牌优势明显；公司注重技术研发和产品创新，生产技术和装备水平在同行业中处于领先水平，比较优势明显，在国内外毛纺领域综合竞争实力强。

3. 人员素质

公司现有董事长、总经理、财务总监、营销总监、生产技术开发总监、企业管理总监及行政总监等高管人员共7人。

公司董事长兼总经理陈丽芬女士，现年55岁，大学本科学历、高级工程师职称。陈丽芬女士作为公司的主要创业者之一，具有丰富的管理经验。曾获“全国青年星火带头人”、“全国纺织巾帼建功标兵”、“江苏省优秀技术开发人才”、“江苏省三八红旗手”、“全国三八红旗手”等荣誉称号，并当选为中国毛纺行业协会第一届理事会常务理事、无锡市第十二届人大代表、无锡市人大常委会委员、全国人大代表、中国纺织系统劳动模范等荣誉称号。

公司董事陆克平先生，现年 70 岁，高级经济师，曾任江阴市精毛纺厂厂长兼党支部书记，第九届、十届全国政协委员，曾先后获得“全国乡镇企业家”、“江苏省劳动模范”、“江苏省优秀企业家”、7 次“无锡市优秀企业家”等荣誉称号，陆先生是公司的主要创始人之一，长期在纺织行业中担任管理职务，熟悉国家和地方有关纺织行业的产业政策和法规，具有丰富的企业管理经验。公司其他高层管理人员也都具有长期从事相关工作的业务和管理经验，整体素质较高。

截至 2013 年底，公司职工总数 6129 人，从学历构成看，大专及以下学历占 96.12%，本科及以上学历占 3.88%；从专业构成看，生产人员占 85.17%，销售人员占 2.86%，技术人员占 6.85%，行政人员及其他占 5.12%。

总体看，公司高管人员行业经营和管理经验丰富，公司目前的人才结构基本适应公司发展的需求。

六、管理体制

1. 治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》等相关法律法规的要求，建立健全了股东会、董事会、监事会、经理层分权制衡的法人治理结构；股东会、董事会议事规则符合相关的法律、法规和规范性文件的规定；公司实行董事会领导下的总经理负责制，并采取总经理办公会议的方式，对重大经营管理活动进行科学决策，以降低决策风险；公司内设 12 个职能部门，内部职责分工明晰，组织机构设置和职能的分工符合内部控制的要求。

母子公司管理体制方面，公司本部对下属控股子公司派出董事长或总经理、财务负责人，对子公司的生产经营情况和财务情况负责。同时，公司本部对子公司生产经营情况定期进行检查、审核，建立子公司重大事项跟踪机制，及时了解子公司的财务、生产

运行情况，并提出相关的建议，从而保证子公司科学决策、规范管理以及安全运行。

2. 管理制度

为保障公司的正常运转，公司制定了一系列管理制度，并在实施过程中根据实际情况进行修改、补充、完善。

财务管理方面，公司根据自身情况制定了《财务会计管理制度》，公司财务会计管理实行总经理、财务总监统一领导，以各级职能部门分级管理、权责明确、激励和约束相结合的管理体制。公司财务总监负责日常财务管理，财务部在财务总监的直接领导下开展财务活动。在对子公司的财务和资金管理方面，由子公司的财务负责人定期向本部汇报资金汇报及财务状况，公司财务管理制度较为完善。

对外投资方面，公司建立了严格的审查和决策程序，组织有关专家和专业人员对投资项目的风险程度、增值能力和综合效益进行论证评审，并报董事会批准。公司按照对外投资管理制度，及时调整产业结构，引导投资方向，确保投资效益的可靠性和稳定性。

安全生产和环境保护方面，公司本部设有安保部，在子公司内也设置相应部门、配备安全和环保监督人员。公司每年自上而下层层确立安全生产目标并签订责任书，开展业绩评估工作。公司近几年安全生产形势稳定，安全指标完成情况良好。

人力资源管理方面，公司制定了一套行之有效的选聘、考核、激励和约束机制，人力资源管理体制运作规范。在选聘机制上，公司董事会决定高级管理人员的聘任，并在中高层管理人员中，建立了“开拓创新者升、平庸无能者下、以权谋私者下”的机制；在考核机制上，董事会按年度对公司管理人员的业绩和履职情况进行考评，每半年组织一次职工大会对公司高级管理人员进行民主考核；在激励机制上，公司高级管理人员实行

年薪制，部分高级管理人员是本公司内部职工股股东；在约束机制上，公司根据《公司章程》、《劳动合同》、经营管理层议事规则及内部控制制度对高级管理人员的履职行为、权限、职责等作了相应的约束。

总体看，公司法人治理结构较为完善，母子公司管理制度较为健全，并能够有效运行；公司内控机制较为完善，整体管理水平逐步提高。

七、经营分析

1. 经营现状

公司以精纺呢绒为主业，是中国最大的精毛纺面料生产企业、国家重点高新技术企业。同时公司还涉足热电产业，在江阴开发西区、江阴云亭、盐城大丰等地，与当地供电局以合资方式投资四家热电厂，公司热电企业生产的电汽部分用于满足公司生产、生活用电需要，余下部分供给社会使用。

2011~2013 年，公司先后剥离了持续亏损的江苏阳光服饰有限公司（以下简称“阳光服饰”）和宁夏阳光硅业有限公司（以下简称“宁夏阳光”）；受此影响，公司营业收入年复合下降 22.24%，但公司盈利能力快速提高，且集中资源专注于核心业务毛纺和面料业务的发展。2013 年公司分别实现主营业务收入和利润总额 23.09 亿元和 1.28 亿元。从业务构成看，公司主营业务主要来源于面料

和电汽收入，2013 年其收入分别占比 64.86% 和 28.70%。

盈利能力方面，2011~2013 年，公司主营业务综合毛利率分别为 10.89%、10.90% 和 18.30%，2013 年大幅上升主要由于前期亏损的服装生产和多晶硅业务的剥离以及毛纺（收入占比 4.31%）和面料（收入占比 64.86%）业务毛利率分别上升 23.56 和 3.14 个百分点所致，公司整体盈利能力有所提升。从业务种类看，近三年公司毛纺、面料和电汽三项主营业务毛利率均呈上升趋势。其中毛纺业务毛利率 2013 年同比大幅上升 23.56 个百分点主要由于公司毛纺业务中毛利率较高的羊毛脂销售业务当年占比增加以及毛纺价格上涨所致；随着近几年公司面料生产工艺及生产效率的逐步提高，公司面料业务毛利率逐年上升，2013 年为 17.34%；受近三年煤价快速下降影响，公司电汽业务毛利率快速上升，2013 年为 16.74%。

2014 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 16.63 亿元，为 2013 年全年的 71.99%，其中毛纺和面料业务占比略有上升；公司主营业务综合毛利率为 18.55%，较 2013 年略有上升，主要受益于面料和电汽业务毛利率上升；毛纺毛利率较 2013 年有所下降主要是毛纺销售均价下降。

表 1 公司营业收入构成（单位：万元、%）

项目	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
毛纺	18479.92	4.78	13.28	14872.59	5.26	18.34	10090.61	4.31	41.90	11356.75	6.74	28.12
面料	161972.33	41.82	12.66	138766.18	49.05	14.20	151908.08	64.86	17.34	111292.57	66.01	17.93
服装	89154.20	23.02	5.36	44985.92	15.90	6.38	1702.62	0.73	24.78	67.71	0.04	27.50
电汽	65678.63	16.96	0.18	68667.43	24.27	11.24	67219.23	28.70	16.74	43533.90	25.82	17.63

多晶硅	48833.40	12.61	26.60	12367.72	4.37	-20.60	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
主营业务合计	384118.48	99.19	10.89	279659.84	98.85	10.90	230920.54	98.60	18.30	166250.93	98.61	18.55
其他	3168.95	0.81	80.27	3232.56	1.15	82.40	3280.27	1.40	79.30	2355.19	1.39	76.80
合计	387287.43	100.00	11.45	282892.40	100.00	11.71	234200.81	100.00	19.15	168606.12	100	19.36

资料来源：公司提供

注：1. 毛纺业务中包括毛纱和羊毛脂两种产品，羊毛脂为羊毛原毛洗涤过程中产生的附属品；

2. 公司其他业务收入主要包括房屋租赁收入、原料料及废料收入。

2. 毛纺面料板块

公司是中国最大的精纺呢绒生产企业和薄型面料生产基地，生产和销售（含内销和外销）高档面料。2013 年公司毛纺、面料和服装业务实现业务收入 16.37 亿元，占总收入的 69.90%；2014 年 1~9 月，公司毛纺面料业务实现业务收入 12.26 亿元，为 2013 年全年毛纺面料业务的 75.71%。

原材料采购

公司主导产品精纺面料所需原材料高级羊毛约 99%从澳大利亚进口。由于羊毛采购量较大，相对于国内其他企业，公司在与原料供应商谈判时议价能力较强，通常能获得较优惠的价格。在采购的结算方式上，进口通常采用信用证、T/T 汇款，国内采购通常采用银行承兑汇票等银行结算方式。

羊毛是毛纺织行业的主要原料，公司对进口羊毛具有高度依赖性，因此进口羊毛价格的波动成为影响公司盈利的重要因素。由于公司在羊毛采购时易受到市场价格波动、进出口政策变化和原材料供应渠道单一等因素的影响，在经营过程中，公司主要采取了如下几个应对措施，以分散或化解经营风险：

（1）在羊毛采购淡季价位较低时适度增加原材料储备，公司通常情况下维持供应 3 个月的原材料库存；（2）公司在澳大利亚设立了采购办事处减少交易环节，以减小原材料价格变动可能给公司生产经营带来的负面影响；（3）部分澳毛通过国内经销商采购以规避汇率风险和价格波动。2011~2013 年以及

2014 年 1~9 月公司羊毛采购情况见表 2。

表 2 近年公司羊毛采购情况

羊毛采购	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月
羊毛采购总量（吨）	7908.21	6268.94	7159.07	5900.50
羊毛采购总额（亿元）	9.13	7.47	6.83	5.06
其中：澳毛澳洲采购量（吨）	5314.44	3509.52	2609.45	3351.90
澳毛澳洲采购均价（万元/吨）	11.86	11.98	10.3	8.95
澳毛国内采购量（吨）	2593.77	2759.42	4549.62	2548.60
澳毛国内采购均价（万元/吨）	10.9	11.83	9.09	8.06

资料来源：公司提供

注：以上澳毛为羊毛条价格，即原毛经过洗毛和梳条后的价格。

总体看，公司对进口羊毛具有较高依赖性，且原材料供应客户较为集中，受羊毛市场价格波动、进出口政策变化等因素影响大。

生产加工

公司引进法国、意大利、德国、瑞士、比利时等国家先进的羊毛洗涤、毛条制造、毛条染色、纺纱、织造、后整理生产设备，实现了“洗毛→制条→条染复精梳→纺纱→织造→染整→成检→成品”生产装备全程现代化。

公司有洗毛设备（生产线）1 条，年生产能力达到 7000 吨；制条（生产线）设备 7 台（套），年生产能力达到 8000 吨；条染复精梳设备（生产线）9 条，年生产能力达到 9000 吨；纺纱设备（生产线）12 万锭，年生产能力达到 9000 吨；织造设备（生产线）700 台

(套), 年生产能力达到 3000 万米; 染整设备全套引起意大利、德国进口整理设备, 年生产能力达到 2600 万米。

2011~2013 年, 公司毛纱和精纺呢绒面料产量较为平稳; 2014 年 1~9 月, 公司毛纱和精纺呢绒面料产量分别占 2013 年全年的 84.74%和 78.25%。

表 3 近年公司产品生产情况 (吨、万米、万套)

产品	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月
毛纱	7041.80	6993.80	7615.20	6452.8
精纺呢绒面料	2248.66	2283.08	2311.74	1808.89
服装	185.00	90.00	0.00	0.00

资料来源: 公司提供

市场销售

公司设立销售部和国际贸易部分别负责国内销售和产品出口。公司以销定产的经营模式保证了近年来公司产销基本平衡。

表 4 近年公司产品国内外销售情况

单位: (吨、万米、万套)

产品	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月
羊毛脂	459.60	421.50	315.60	300.00
其中: 内销	0.00	0.00	0.00	0.00
外销	459.60	421.50	315.60	300.00
毛纱	1170.76	801.63	487.06	682.25
其中: 内销	966.42	573.60	320.41	460.12
外销	204.34	228.03	166.65	222.13
精纺呢绒面料	2521.00	2073.89	2275.51	1723.01
其中: 内销	1163.40	760.69	939.68	663.77
外销	1357.60	1313.20	1335.83	1059.24
服装	184.00	90.00	2.56	0.30
其中: 内销	80.00	43.00	2.56	0.30
外销	104.00	47.00	0.00	0.00

资料来源: 公司提供

截至 2014 年 9 月底, 公司在国内五个大区设立 10 多家分公司负责国内销售, 另通过 15 家直接代理商、30 家间接代理商, 建立了基本覆盖全国的营销网络。公司生产的毛纱

主要为公司面料生产的中间产品, 只有小部分对外销售; 公司面料内销目标客户主要为

(1) 职业装面料市场, 主要为金融系统、通信系统、交通系统、司法机关、国家机关、军队等, 面料销售占该市场 30%; (2) 名牌服装企业, 主要指宁波、广东、山东、江苏、上海、北京、湖北等 30 多家企业, 面料销售占到 50%左右; (3) 小服装企业批发客户, 主要是广东、福建、温州, 面料销售占到 20%左右。

公司内销产品的结算方式: 公司内销面料约有 70%的客户带款提货, 30%的客户先付 50%-60%的定金, 然后余款到账后再发货。

表 5 2013 年国内市场销售前五大客户

(单位: 万元、%)

客户名称	销售金额	销售占比
江苏阳光服饰有限公司	50459.00	30.92
雅戈尔服装控股有限公司	2495.00	1.52
际华三五零二职业装有限公司	1944.00	1.19
宁波培罗成股份有限公司	1821.00	1.11
湖北美尔雅销售有限公司	1795.00	1.10
合计	58514.00	35.84

资料来源: 公司提供

表 6 2013 年国外市场销售前五大客户

(单位: 万元、%)

客户名称	销售金额	销售占比
TAKISADA-NAGOYACO; LTD	12338.00	7.54
TMWPURCHASING LLC	10226.00	6.25
H. K RISE FOREVER	4868.00	2.97
PEERLESS CLOTHING INC	2524.00	1.54
PROMINENT (EUROPE) LIMITED	2189.00	1.34
合计	32145.00	19.64

资料来源: 公司提供

出口业务方面, 公司经国家商务部批准, 在美国纽约、意大利米兰、俄罗斯莫斯科、日本东京等地成立了销售公司以及对外办事处, 公司外贸部共有销售人员 60 人。公司毛纺服装出口市场主要为日本、美国以及欧盟, 这三个市场占到了公司整个产品出口量的 85%以上; 在出口份额上, 2013 年欧洲约占

14.80%、日本约占 34.40%、美国约占 39.40%。目前,公司拥有 BOSS、AMANI、Calvin Klein、Brooks Brothers 等众多国际一流品牌终端客户群体。

公司出口产品的结算方式为:公司出口产品约有 50%采用客户先付 20%-30%的定金,余款到账后再发货的收款方式;另有 20%产品用信用证方式收款;剩余 30%产品收款以远期信用证为主,公司通过出口信用保险方式保障公司的出口业务的安全性。

3. 服装业务

公司服装业务运营主体为阳光服饰。2012 年 8 月 15 日,公司与江阴金润纺织有限公司(以下简称“金润纺织”)签署了《股权转让协议书》,向金润纺织转让公司所持有的阳光服饰 75%的股权(此次股权转让还涉及公司另一子公司江阴豪颐服饰有限公司:公司于 2012 年 3 月决定由阳光服饰吸收合并江阴豪颐服饰有限公司,此次吸收合并于 2012 年 8 月 14 日完成相关手续,故公司 2012 年 8 月 15 日与金润纺织签署的股权转让协议中江阴豪颐服饰有限公司已在阳光服饰合并范围中。截止 2012 年 7 月 31 日,经审计阳光服饰资产总额 5.29 亿元,负债总额 2.44 亿元,净资产 2.85 亿元,2012 年 1~7 月实现主营业务收入 2.70 亿元,净利润为-305.73 万元。截止 2012 年 7 月 31 日,经审计江阴豪颐服饰有限公司资产总额 1.19 亿元,负债总额 0.77 亿元,净资产 0.42 亿元,2012 年 1~7 月实现主营业务收入 1.35 亿元,净利润-233.70 万元。)此次股权转让总价款为 2.45 亿元,股权转让完成后,公司不再持有阳光服饰的股权。自此公司旗下将不再有服装生产业务,只保留了少量服装销售业务。2013 年和 2014 年前三季度公司分别实现服装销售收入 1702.62 万元和 67.71 万元,在主营业务中占比非常小。

4. 多晶硅业务

公司的光伏产品包括硅片,公司下属子公司宁夏阳是太阳能业务的运营主体。由于受宏观经济形势和国外对光伏业的政策的变化影响,国内多晶硅行业整体下滑,宁夏阳光成本、技术优势不足,连年亏损。2013 年 1 月公司完成对宁夏阳光的破产清算,公司已于 2012 年对长期股权投资和往来款一次性计提 2.34 亿元和 12.67 亿元减值准备。自此公司旗下将不再有多晶硅原料业务。

根据宁夏石嘴山市中级法院裁定的宁夏阳光管理人制作的《宁夏阳光硅业有限公司破产财产分配方案》。公司享有宁夏阳光债权 12.75 亿元,按分配方案将收回 0.34 亿元。近日,公司收到宁夏阳光管理人支付的破产债权分配金额 0.34 亿元。

5. 热电及其他业务

公司在江阴开发西区、江阴云亭等地,与当地供电局以合资方式投资了新桥热电、璜塘热电(2014 年 6 月,公司与江阴德源毛纺织有限公司签署股权转让协议,公司以自有资金 7399.47 万元受让江阴德源毛纺织有限公司持有的璜塘热电 24%的股权,股权转让完成后,公司持有璜塘热电 75%的股权)、大丰热电、云亭热电 4 家热电厂,公司热电企业生产的电汽部分用于满足公司生产、生活用电需要,余下部分供给社会使用。2011~2013 年 4 家热电厂分别实现业务收入 6.57 亿元和 6.87 亿元和 6.72 亿元。2014 年 1~9 月实现业务收入 4.35 亿元。

热电板块属于公司动力支持产业,在公司生产经营中具有基础性保障作用,同时,热电产业可以一定程度上缓解当地用电紧张局面,具有较高的社会效益。

表 7 公司热电装机容量情况

热电企业	投资总额	装机容量
新桥热电	4.2 亿元	6.50 万 KW

大丰热电	2.3 亿元	2.40 万 KW
云亨热电	1.7 亿元	1.80 万 KW
璜塘热电	4.0 亿元	5.40 万 KW

合 计	12.2 亿元	16.10 万 KW
-----	---------	------------

资料来源：公司提供

表 8 公司热电业务近年销售及采购情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月
电力销售额（万元）	21534.50	26487.04	26949.06	16619.17
供电数量(万度)	40258.00	47340.00	48342.00	30351
销售均价（元/度）	0.53	0.56	0.56	0.55
供汽销售额（万元）	44144.10	42180.38	40270.17	26914.73
供汽数量（万吨）	238.20	232.76	239.63	165.46
供汽销售均价（元/吨）	185.32	181.22	168.05	162.66
煤炭采购金额（万元）	71021.90	61917.00	52081.60	33783.60
煤炭采购量（万吨）	94.60	91.90	89.70	62.23
均价（元/吨）	750.76	673.74	580.62	542.86

资料来源：公司提供

6. 未来发展

公司未来发展战略是：在立足毛纺主业现有规模前提下，做精做强主业产品，即保持精纺纱锭 12 万锭/年，精纺呢绒面料 2600 万米/年的生产能力。公司将在巩固和加强毛

精纺产业的主导地位，坚持稳健发展，不断提高企业的核心竞争能力。2014 年四季度和 2015 年，公司未来主要项目投资分别为 3126 万元和 3675 万元，投资规模较小。

表 9 截至 2014 年 9 月底公司主要在建工程情况（单位：万元）

在建工程名称	项目投资总金额	2014 年 9 月底已投资金额	2014 年 10~12 月投资金额	2015 年投资金额
热网管道工程	6100	1974	926	1500
脱硫脱硝改造工程	4500	1000	2000	1500
电厂扩建	2000	1125	200	675
合计	12600	4099	3126	3675

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2013 年财务报表经立信会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2014 年三季度财务报表未经审计。

从合并范围看，公司 2011 年纳入合并报

表范围的二级子公司为 9 家；2012 年纳入合并报表范围 9 家，新设成立 2 家子公司，分别为江阴金帝毛纺织有限公司和昊天投资有限公司，减少合并范围 2 家，分别为江苏阳光服饰有限公司和江阴豪颐服饰有限公司；2013 年宁夏阳光硅业有限公司破产，不再纳入合并范围。截至 2013 年底，纳入公司合并报表范围的子公司合计 8 家。其中，江苏阳

光服饰有限公司和宁夏阳光硅业有限公司分别为公司服装板块和多晶硅业务板块的运营主体，二者的转出对公司财务报表的可比性产生较大影响。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额为 38.48 亿元，所有者权益合计为 19.22 亿元（其中少数股东权益 2.94 亿元）。2013 年，公司实现营业收入 23.42 亿元，利润总额 1.28 亿元。

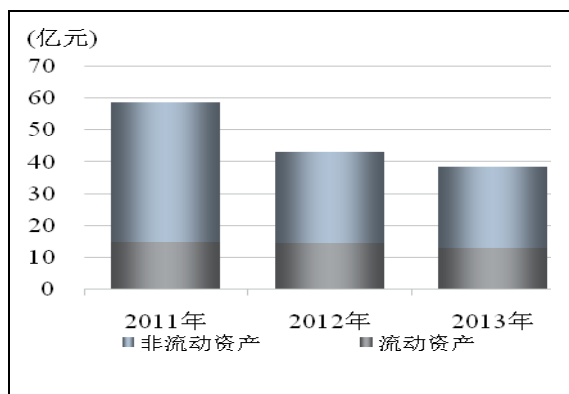
截至 2014 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 41.64 亿元，所有者权益合计为 18.88 亿元（其中少数股东权益 2.28 亿元）。2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 16.86 亿元，利润总额 0.73 亿元。

以下分析以 2011~2013 年年度报表数据分析为主，2014 年三季度数据作为补充。

2. 资产质量

2011~2013 年，随着公司先后剥离持续亏损的阳光服饰和宁夏硅业，公司资产总额快速下降，年复合下降 19.04%，主要由于非流动资产的快速下降所致。截至 2013 年底，公司资产总额 38.48 亿元，其中流动资产占 33.61%，非流动资产占 66.39%，公司资产以非流动资产为主。

图7 2011~2013年公司资产构成



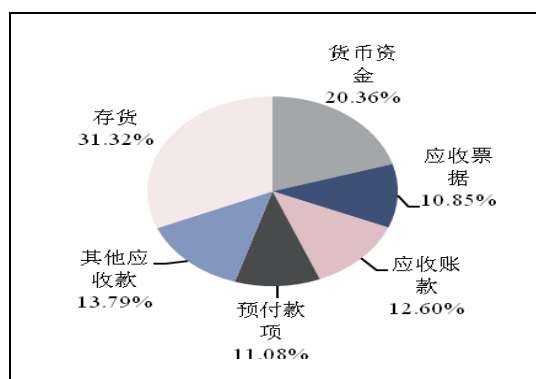
资料来源：公司财务报表

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产规模有所下降，年复合下降 6.65%，主要系货币资金和

预付款项下降所致。截至 2013 年底，公司流动资产合计 12.93 亿元，其中占比较大的主要为货币资金（占 20.36%），应收账款（占 12.60%），其他应收款（占 13.79%）和存货（占 31.32%）。

图8 2013年底公司流动资产占比情况



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司货币资金波动中快速下降，年复合下降29.48%，其中2013年大幅下降主要由于银行借款的减少；截至2013年底公司货币资金2.63亿元，主要为银行存款和少量现金。

2011~2013 年，由于公司客户付款中票据比例增加以及公司增加了票据背书支付采购款的比例，公司应收票据快速增长，年复合增长 35.19%；同期公司应收账款逐年下降，主要由于近三年公司销售收入的减少以及票据使用的增长。截至 2013 年底，公司应收票据和应收账款净额分别为 1.40 亿元和 1.63 亿元。从账款风险分类看，公司应收账款账面余额的 95.00%以按组合计提坏账准备，2013 年底公司对应收账款共计提坏账准备 0.35 亿元；从账龄看，2013 年公司应收账款账龄在 1 年以内的占 85.28%；1-2 年的占 1.05%；2-3 年的占 2.26%；3 年以上的占 11.44%。从集中度看，公司前五大应收账款客户账龄绝大部分位于一年以内，合计数占应收账款总额 44.77%，集中度高，整体看，公司应收账款

快速下降，整体账龄短。

表 10 2013 年底公司应收账款欠款金额前五名客户情况（单位：万元）

欠款客户	金额	占应收账款总额的比例（%）
江苏阳光服饰有限公司	3562.52	17.99
江阴祝塘新力热能供应有限公司	1674.46	8.46
雅戈尔服装控股有限公司	1382.36	6.98
江苏省电力公司	1255.58	6.34
江苏三禾毛纺织有限公司	990.05	5.00
合计	8864.66	44.77

资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司预付款项波动增长，年复合增长 31.94%，其中 2012 年增幅较大主要由于当期预付 y.z.i.inc（依时有限公司）3300 万美元采购款。截至 2013 年底，公司预付款项 1.43 亿元。从账龄看，1 年以内的占 97.04%，账龄较短。

2011~2013 年，公司其他应收款快速增长；其中 2013 年增幅较大主要为对破产清算子公司宁夏阳光硅业有限公司的往来款。截至 2013 年底，公司其他应收款账面余额 14.43 亿元，账面净额 1.78 亿元；从账款风险分类看，公司其他应收账款账面余额的 98.19% 以按单项金额重大计提单项坏账准备，其中应收已破产清算的子公司宁夏阳光硅业有限公司 12.75 亿元，公司计提坏账准备 12.41 亿元。2013 年底公司对其他应收账款共计提坏账准备 12.60 亿元。

表 11 2013 年底公司其他应收款欠款金额前五名客户情况（单位：万元）

单位名称	期末金额	占其他应收款总额的比例（%）
宁夏阳光硅业有限公司	127494.60	88.37
宁夏阳光硅业有限公司（中国进出口银行陕西省分行）	12196.59	8.45
美国海洋生物有限公司	1767.71	1.23
中国外贸金融租赁有限公司	1000.00	0.69

苏州金茂设备租赁有限公司	800.00	0.55
合计	143258.90	99.29

资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司存货规模有所下降，年复合下降 6.57%。截至 2013 年底，公司存货 4.05 亿元，公司存货构成主要包括原材料（占 30.86%）、库存商品（占 40.99%）、在产品（占 8.89%）和自制半成品（占 18.02%）；2013 年公司未计提存货跌价准备。公司存货中库存商品占比较大，存在一定的跌价风险。

非流动资产

2011~2013 年，随着公司先后剥离服装和多晶硅业务，公司固定资产和在建工程规模大幅减少，公司非流动资产快速下降，年复合下降 19.04%。截至 2013 年底，公司非流动资产合计 25.55 亿元，主要以固定资产、在建工程和无形资产为主，占比分别为 83.37%、4.15%和 5.53%。

2011~2013 年，公司长期投资快速增长，其中 2012 年大幅增长主要由于当期公司出资 5000 万元共同出资设立国开瑞明（北京）投资基金有限公司；截至 2013 年底，公司长期股权投资 0.57 亿元，主要为公司对国开瑞明（北京）投资基金有限公司投资 0.50 亿元等。

2011~2013 年，公司投资性房地产变化不大，年复合下降 4.99%。截至 2013 年底，公司投资性房地产 0.74 亿元，主要为位于上海市南京东路的海阳阳光大厦。

2011~2013 年，公司固定资产快速下降，主要由于江苏阳光服饰有限公司的转出和宁夏阳光硅业有限公司的破产清算。截至 2013 年底，公司固定资产原值 42.12 亿元，其中房屋建筑物、机器设备和融资租入固定资产占比较大，分别占 33.78%、51.47%和 12.73%，公司累计计提折旧 20.82 亿元，2013 年公司没有计提减值准备，公司固定资产账面净值为 21.30 亿元。

2011~2013 年，随着公司主要在建工程完工结转固定资产，公司在建工程快速下降，

年复合下降 29.16%。截至 2013 年底，公司在建工程 1.06 亿元，主要为锅炉安装和电厂扩建项目等。

2011~2013 年，由于公司合并范围的减少，公司无形资产快速下降。截至 2013 年底，公司无形资产 1.41 亿元，主要为土地使用权。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额 41.64 亿元，较 2013 年底增长 8.19%；其中流动资产占 41.86%，非流动资产占 58.14%，流动资产占比有所上升，主要受货币资金、应收账款和预付款项快速增长所致。

总体看，公司资产以非流动资产为主，流动中货币资金和存货比重较大，其中存货中库存商品占比较高，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益波动下降，年复合下降 23.95%，主要由于未分配利润的快速下降。截至 2013 年底，公司所有者权益 19.22 亿元，其中归属于母公司的权益为 16.28 亿元，少数股东权益 2.94 亿元，归属于母公司所有者权益中，实收资本 17.83 亿元，盈余公积 1.70 亿元，未分配利润-3.25 亿元，资本公积为零。

其中 2012 年公司未分配利润大幅下降主要由于子公司宁夏硅业破产清算造成公司当年亏损；公司资本公积近三年逐年下降主要由于公司 2008 年收购新桥热电 40%股权，收购完成后公司持有新桥热电 75%股权，并纳入合并范围。（公司按照初始投资时享有新桥热电净资产公允价值的份额和在购买日对应的可辨认净资产公允价值之间差额，调整在合并报表中属于公司初始投资以后实现净利润的部分，当年分别调整盈余公积 873.15 万元，未分配利润 2001.74 万元，其他属于公司享有的剩余部分，调整资本公积 3000.58 万元。以此公允价值为基础持续计算的本期分摊冲减资本公积金额为 468.72 万元，各期累

计已分摊冲减资本公积金额为 3000.58 万元。）

截至 2014 年 9 月底，公司所有者权益合计 18.88 亿元（含少数股东权益 2.29 亿元），较 2013 年底下降 1.97%，下降主要来自于少数股东权益的减少（公司于 2014 年 6 月收购了子公司璜塘热电 24%的股权，持股比例由收购前的 51%上升至 75%）；公司所有者权益构成较上年变化不大。

总体看，公司所有者权益中以实收资本为主，但资本公积和未分配利润逐年下降，稳定性一般。

负债

2011~2013 年，公司负债总额不断下降，年复合下降 13.05%。截至 2013 年底，公司负债总额为 19.27 亿元，其中流动负债占 98.59%，长期负债占 1.41%。

2011~2013 年，公司流动负债波动中有所下降，年复合下降 3.22%，截至 2013 年底，公司流动负债总额为 18.99 亿元，其中，短期借款占 77.66%，应付账款占 7.08%，一年内到期的非流动负债占 5.15%。

2011~2013 年，公司短期借款有所波动，年复合下降 1.68%；截至 2013 年底，公司短期借款 14.75 亿元。其中抵押借款占 27.73%、保证借款占 62.10%、抵押保证借款占 10.17%。

2011~2013 年，公司应付票据波动较大，截至 2013 年底，公司应付票据 0.89 亿元，主要由于公司增加了票据支付比例所致。

2011~2013 年，公司应付账款快速下降，年复合下降 25.88%，主要由于合并范围减少所致；截至 2013 年底公司应付账款 1.34 亿元。

公司预收账款主要为公司预收面料和电汽款项。2011~2013 年，公司预收账款年复合下降 36.05%，截至 2013 年底，公司预收款项 0.41 亿元。

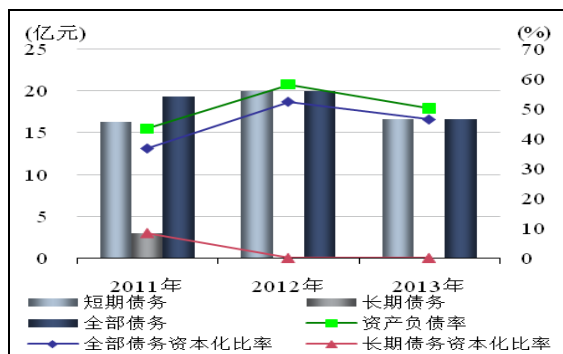
2011~2013 年，公司非流动负债快速下降，年复合下降 77.16%。截至 2013 年底，公司非流动负债 0.27 亿元，主要为长期应付款，

占非流动负债的 70.37%，其他非流动负债占 29.63%。

公司长期应付款主要为融资租赁款。2011~2013 年，公司长期应付款快速下降，年复合下降 69.34%。截至 2013 年底，公司长期应付款 0.19 亿元。

2011~2013 年，公司债务规模年复合下降 11.14%，截至 2013 年底，公司债务总额 16.81 亿元，其中短期债务占比 98.59%；公司近三年资产负债率和全部债务资本化比率均波动上升，2013 年底分别为 50.06% 和 46.66%；长期债务资本化比率逐年下降，2013 年底为 0.98%。

图 9 2011~2013 年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年 9 月底，公司负债合计 22.76 亿元，较 2013 年底上升 18.11%，负债构成变动不大，以流动负债（占 90.54%）为主，非流动负债中长期应付款大幅增加，主要受新增应付融资租赁款所致。2014 年 9 月底，公司债务总额 19.96 亿元，短期债务占比达到 89.48%；同期，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 54.67% 和 51.40%。

总体来看，公司负债规模有所增长，整体债务负担适宜；但债务结构不尽合理，短期债务占比大。

4. 盈利能力

2011~2013 年，受公司合并范围减少影响，公司主营业务收入快速下降，年复合下降 22.24%，2013 年公司实现营业收入 23.42

亿元。同期，公司营业成本年复合下降 25.69%，大于公司营业收入降幅，公司营业利润率呈上升趋势，近三年分别为 10.92%、11.04% 和 18.13%。

2011~2013 年，公司期间费用波动下降，其中 2012 年公司管理费用大幅增加，主要是由于当年计提了宁夏硅业清算损失 0.34 亿元；宁夏硅业自 2012 年 4 月停产后，当年 5~12 月份的折旧计入管理费用。同期，公司期间费用率呈现波动上升趋势，分别为 10.17%、17.34%、13.20%，公司期间费用占比偏高，对公司盈利能力有一定影响。

2011~2013 年，公司资产减值损失波动较大，其中 2012 年公司计提资产减值损失 12.02 亿元，主要是对宁夏硅业计提的各项资产减值；2013 年公司资产减值损失 -0.23 亿元，主要由于公司收回宁夏硅业破产财产清偿 0.34 亿元。

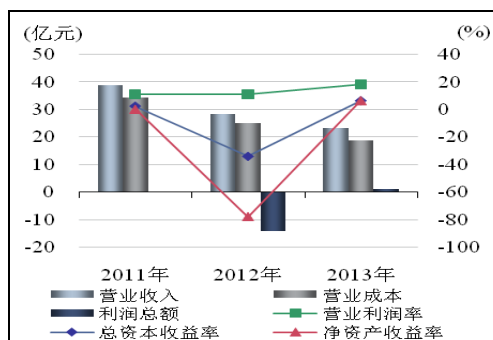
非经常损益方面，2011~2013 年，公司营业外收入快速下降，年复合下降 37.37%。2013 年，公司营业外收入 618.28 万元，主要来自政府补助。

近三年公司利润总额波动较大，分别为 0.17 亿元、-13.93 亿元和 1.28 亿元，其中 2012 年受下属子公司宁夏阳光破产清算影响，公司对宁夏阳光长期股权投资计提减值准备 2.34 亿元，对与宁夏阳光往来款项计提坏账准备 12.67 亿元，对公司当期利润产生重大影响。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 16.86 亿元，为 2013 年全年的 71.99%；同期营业成本为 13.60 亿元，是 2013 年全年的 71.84%；公司营业利润率为 18.43%。2014 年 1~9 月，公司实现利润总额和净利润分别为 0.73 亿元和 0.58 亿元。

从盈利指标看，公司总资本收益率和净资产收益率均波动增长，2013 年两者分别为 6.45% 和 6.58%。

图 10 2011~2013 年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

总体来看，受公司合并范围减少影响，公司主营业务收入快速下降，2012 年宁夏硅业破产清算对公司当年利润率水平产生较大影响；但公司剥离持续亏损的阳光服饰及宁夏硅业后，将更加专注面料业务，凭借公司在精纺行业的地位、品牌、技术和规模等方面的优势，未来公司盈利能力有望得到进一步提升。

5. 现金流分析

经营活动方面，2011~2013 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金快速下降，年复合下降 19.63%，2013 年为 26.48 亿元，受此影响，公司经营活动现金流入同比例下降，2013 年为 26.83 亿元；同期公司购买商品、接受劳务支付的现金快速下降，年复合下降 27.46%，2013 年为 17.62 亿元，相应公司经营活动产生的现金流出快速下降，为 22.72 亿元，公司支付其他与经营活动有关的现金主要为广告费、办公经费、研发费用和环保排污等费用，近三年随着公司合并范围的减少呈快速下降趋势。近三年公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，2013 年为 4.11 亿元。从收入实现质量看，公司近三年现金收入比持续上升，2013 年为 113.07%，公司现金收入比有所上升，现金回款情况有所好转。

投资活动方面，2011~2013 年，公司投资活动现金流入波动较大，其中 2012 年收到处置子公司及其他单位收到的现金净额 2.16 亿元，主要为公司出售阳光服饰的股权转让

款。2011~2013 年，公司投资支付的现金快速下降，2013 年为 1.30 亿元。目前公司经营活动产生的现金流净额能够满足投资支出需求，公司对外融资压力较小。

从筹资活动来看，2011~2013 年，公司筹资活动产生的现金流入变化不大，年复合下降 0.41%，2013 年为 24.75 亿元；筹资活动产生的现金流出年复合增长 14.66%，其中 2013 年公司支付其他与筹资活动有关的现金增长较快，主要由于公司为宁夏阳光支付给中国进出口银行的贷款本金及利息 1.22 亿元。近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 1.87 亿元、1.24 亿元和 -5.60 亿元。

2014 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流入为 18.93 亿元，为 2013 年全年的 70.56%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 18.75 亿元，现金收入比为 111.18%；公司经营活动产生的现金流量净额为 1.70 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -1.51 亿元，其中投资支付的现金 0.74 亿元为公司支付的璜塘热电的股权收购款；筹资活动产生的现金流量净额为 3.36 亿元。公司现金实现质量良好。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，收入实现质量逐年提高，但公司经营活动产生的现金流量净额有一定的波动。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013 年，公司流动比率和速动比率均波动下降，2013 年底公司流动比率和速动比率分别为 68.10% 和 46.77%，公司经营现金流动负债比为 21.65%；截至 2014 年 9 月底，公司流动比率和速动比率有所上升，分别为 84.58% 和 62.01%。公司经营活动产生的现金流入规模较大，但由于公司短期债务占比达到 89.48%，公司具有一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2011~2013 年，公司 EBITDA 分别为 5.39 亿元、-8.85 亿元和

4.92亿元。2011~2013年，公司EBITDA利息倍数波动上升，2013年为4.71倍；2011~2013年，公司全部债务/EBITDA波动下降，2013年为3.41倍。公司长期偿债能力一般。

截至2014年9月底，公司获得授信总额度为19.50亿元，尚未使用额度为2.00亿元，公司间接融资渠道窄。公司为上海证券交易所上市公司，直接融资渠道通畅。

截至2014年9月底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（报告编号为：B-2014110060874771），截至2014年11月26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。

8. 抗风险能力

总体看，公司作为中国最大的精纺呢绒生产企业，品牌、技术和规模优势明显。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力较强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务影响

公司本期中期票据发行额度为7亿元，分别占2014年9月底公司长期债务、全部债务和负债总额的333.33%、35.07%和30.76%，本期中期票据的发行对公司现有债务水平和债务结构均有较大影响。

截至2014年9月底，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分别为54.67%、51.40%和10.01%，以公司2014年9月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，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将分别上升至61.19%、58.82%和32.53%，公司债务负担继续加重。考虑到本

期拟发行中期票据募集资金将全部用于偿还银行贷款，公司债务负担将低于模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

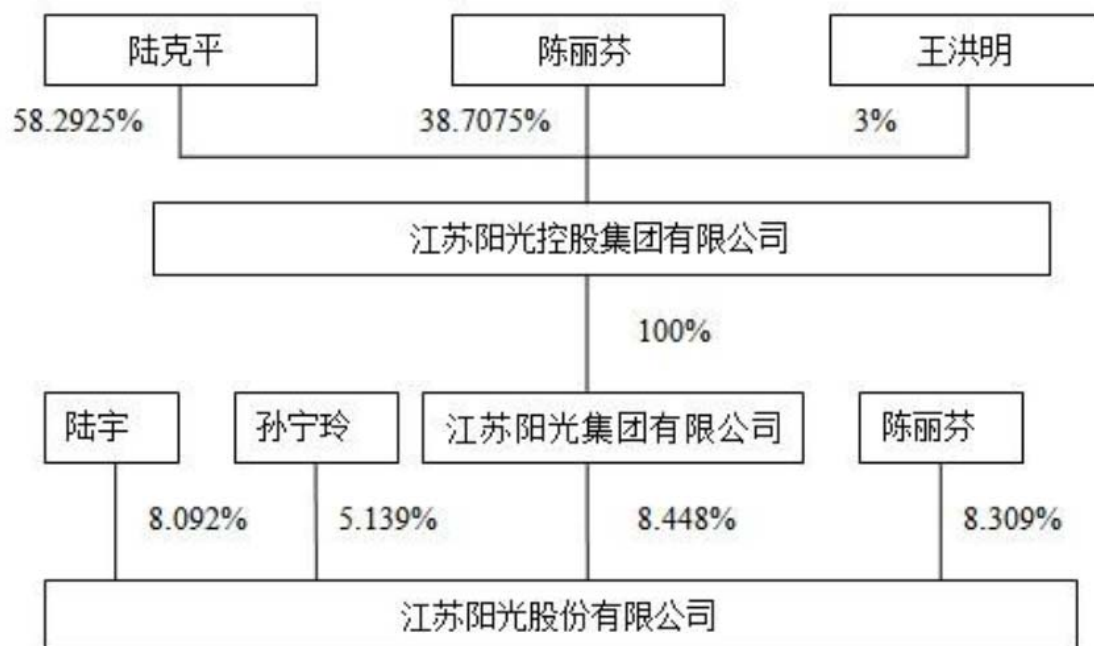
2011~2013年公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的5.94倍、4.62倍和3.83倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较高；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的0.18倍、0.06倍和0.59倍；2011年和2013年EBITDA分别是本期中期票据的0.77倍和0.70倍，公司经营活动现金流量净额及EBITDA对本期中期票据覆盖能力较弱。

十、结论

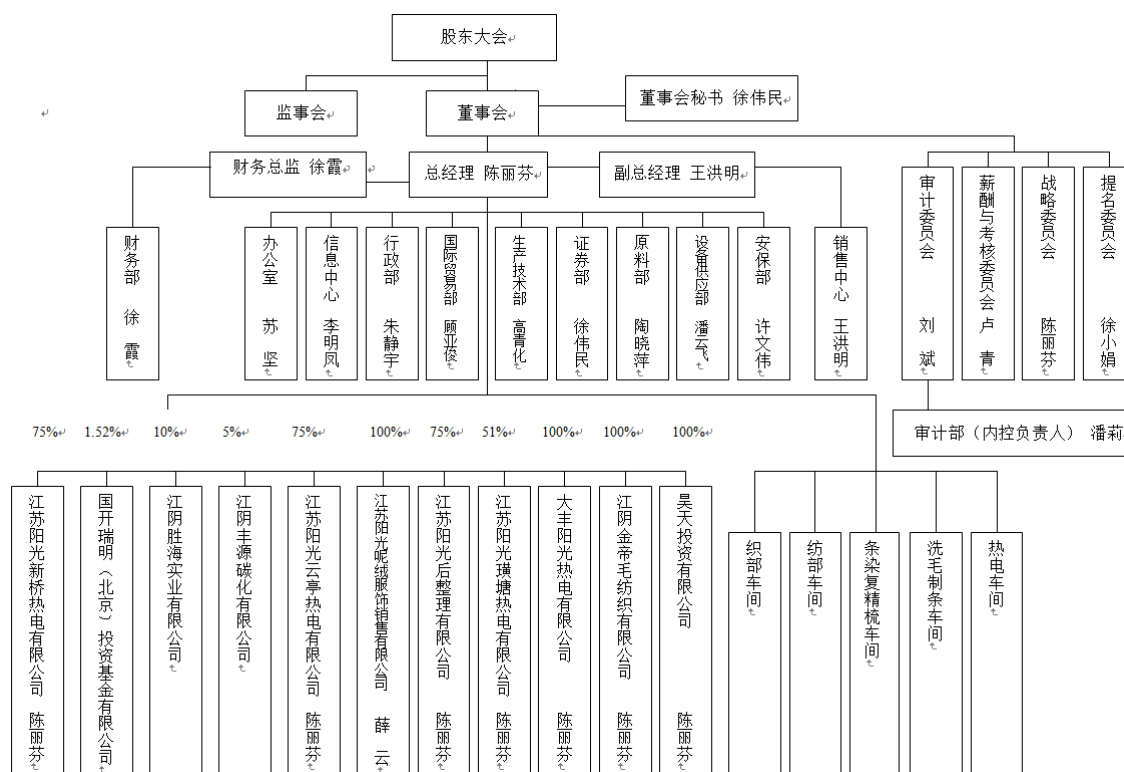
公司目前是中国最大的精纺呢绒生产企业，品牌、技术和规模优势明显。虽然毛纺行业景气度下滑、人工价格攀升等因素对公司毛纺面料业务产生了不利影响，但公司在服装业景气度偏低的情况下，于2012年剥离了持续亏损的服装业务板块并于2013年完成对亏损严重的子公司宁夏阳光硅业有限公司破产清算；集中资源专注于发展毛纺主业；随着国内消费者对高端纺织品需求的不断增加，公司将获得更大的发展空间。

公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖程度较高。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，本期中期票据到期不能偿还的风险较低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.06	6.03	4.04	7.42
资产总额(亿元)	58.71	43.30	38.48	41.64
所有者权益(亿元)	33.23	18.20	19.22	18.88
短期债务(亿元)	16.26	19.94	16.62	17.86
长期债务(亿元)	5.03	1.06	0.19	2.10
全部债务(亿元)	21.29	21.01	16.81	19.96
营业收入(亿元)	38.73	28.29	23.42	16.86
利润总额(亿元)	0.17	-13.93	1.28	0.73
EBITDA(亿元)	5.39	-8.85	4.92	--
经营性净现金流(亿元)	1.28	0.39	4.11	1.70
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.72	8.75	8.49	--
存货周转次数(次)	7.39	5.71	4.64	--
总资产周转次数(次)	0.66	0.55	0.57	--
现金收入比(%)	105.86	109.52	113.07	111.18
营业利润率(%)	10.92	11.04	18.13	18.43
总资本收益率(%)	2.52	-34.01	6.45	--
净资产收益率(%)	0.32	-77.67	6.58	--
长期债务资本化比率(%)	13.15	5.51	0.98	10.01
全部债务资本化比率(%)	39.05	53.58	46.66	51.40
资产负债率(%)	43.40	57.97	50.06	54.67
流动比率(%)	73.19	60.94	68.10	84.58
速动比率(%)	50.31	43.79	46.77	62.01
经营现金流负债比(%)	6.31	1.65	21.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.45	-7.60	4.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.95	-2.37	3.41	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	5.94	4.62	3.83	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.18	0.06	0.59	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.77	-1.26	0.70	--

注：1. 公司 2014 年三季度财务数据未经审计；

2. 公司计入“长期应付款”的融资租赁款已调整至公司长期债务。

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% (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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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
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%
本期中期票据偿债能力	
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
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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

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，银行间债券市场中长期债券信用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

关于江苏阳光股份有限公司

2015 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。

江苏阳光股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。江苏阳光股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江苏阳光股份有限公司的经营管理状况及本期中期票据的相关信息，如发现江苏阳光股份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，据以确认或调整本期中期票据的信用等级。

如江苏阳光股份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阳光股份有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
评级业务专用章
二零一四年十二月二十九日
