

跟踪评级公告

联合[2015] 1477 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江苏阳光股份有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“15苏阳光股MTN001”的信用等级为AA⁻。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十八日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

江苏阳光股份有限公司

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
15 苏阳光股 MTN001	7 亿元	2015/5/15-2018/5/15	AA ⁻	AA ⁻

评级时间: 2015 年 7 月 28 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	6.03	4.04	4.79	3.68
资产总额(亿元)	43.30	38.48	38.77	36.85
所有者权益(亿元)	18.20	19.22	19.20	19.25
短期债务(亿元)	19.94	16.62	16.25	14.56
全部债务(亿元)	21.01	16.81	17.55	15.70
营业收入(亿元)	28.29	23.42	22.65	3.69
利润总额(亿元)	-13.93	1.28	1.11	0.10
EBITDA(亿元)	-8.85	4.92	4.66	--
经营性净现金流(亿元)	0.39	4.11	2.20	1.71
营业利润率(%)	11.04	18.13	19.21	20.16
净资产收益率(%)	-77.67	6.58	4.76	--
资产负债率(%)	57.97	50.06	50.47	47.75
全部债务资本化比率(%)	53.58	46.66	47.75	44.91
流动比率(%)	60.94	68.10	80.24	78.71
全部债务/EBITDA(倍)	-2.37	3.41	3.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-7.60	4.71	4.54	--
经营现金流流动负债比率(%)	1.65	21.65	11.88	--

注: 1. 公司 2015 年一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 杨涵

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。跟踪期内,公司羊毛采购价格呈下降趋势,收入和盈利能力有所下降。同时,联合资信也关注到毛纺行业景气度下滑、期间费用对利润影响大、存货规模快速增长、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。

未来,公司将深化产品结构调整,进一步创新体制机制、拓展市场营销模式,提高运营效率和整体效益,公司的收入水平及盈利能力将得到提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑,联合资信维持公司 AA⁻的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“15 苏阳光股 MTN001” AA⁻的信用等级。

优势

1. 公司是中国最大的精纺呢绒生产企业,生产设备和先进技术,品牌和规模优势显著。
2. 跟踪期内,羊毛采购价格呈下降趋势,对公司其他成本上涨起到一定缓解作用;公司营业利润率持续上升。
3. 跟踪期内,公司经营性现金流入量对存续期内中期票据覆盖程度较高。

关注

1. 跟踪期内,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,同时期间费用维持较高水平,公司收入规模和整体盈利能力有所下滑。
2. 跟踪期内,公司存货规模大且增长较快,

存在一定的跌价风险。

3. 跟踪期内，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. 跟踪期内，公司间接融资渠道有待拓宽。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于江苏阳光股份有限公司主体长期信用及存续期内的“15 苏阳光股 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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 2015 年 3 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 年底，公司拥有子公司 8 家。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额为 38.77 亿元，所有者权益合计为 19.20 亿元（其中少数股东权益 2.31 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 22.65 亿元，利润总额 1.11 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 36.85 亿元，所有者权益合计为 19.25 亿元（其中少数股东权益 2.31 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.69 亿元，利润总额 0.10 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。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域

结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资

规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 区域经济概况

公司地处江阴市，其经营发展取决于江阴市经济水平及未来发展规划。

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。江阴市有 15 个镇，1 个街道办事处，250 个行政村，7289 个村民小组，106 个社区居民委员会（其中 18 个为村区合一）。2013 年底，江阴市全市户籍总人口 121.73 万人，城市建成区面积 53.8 平方公里。

江阴市北枕长江，有长江公路大桥与泰州江市相连；南近太湖，有锡澄高速公路与无锡市相接；东接苏州；西连常州，地处苏锡常“金三角”几何形中心，是长江下游集水、路、铁于一体，江、河、湖、海联运的重要交通枢纽城市。

2014 年，江阴市国民经济保持平稳增长。全市实现地区生产总值 2754.0 亿元，按可比价格计算，比上年同期增长 7.8%。实现第一产业增加值 54.4 亿元，增长 3.4%；第二产业增

加值1520.9亿元，增长6.4%；第三产业增加值1178.7亿元，增长9.9%。三次产业比例调整为2.0:55.2:42.8，三产增加值占GDP比重比上年提高0.8个百分点。

2014年，江阴市固定资产投资完成1046.0亿元，增长10.2%。分产业投向看：第一产业投资10.7亿元，下降17.2%，第二产业投资478.6亿元，增长3.5%，第三产业投资556.7亿元，增长17.6%。分注册类型看：国有经济投资124.7亿元，增长44.0%，三资经济投资114.4亿元，增长47.8%，其他经济投资806.9亿元，增长2.8%。全年固定资产投资建成投产项目690个，项目建成投产率为66.7%；新增固定资产653.7亿元，固定资产交付使用率为62.5%。

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。同时，城乡居民收入水平的提高，加大了对城市基础设施和公用事业的需求。公司业务发展前景良好。

2. 毛纺服装行业概况

毛纺行业是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。

2014年，中国纺织工业坚持深入推进产业结构调整，积极适应国内宏观经济发展新常态，基本保持了平稳发展态势，运行质态稳中趋好，但增速比2013年普遍回落。全年纺织行业工业增加值同比增长6.7%，较2013年回落2个百分点。规模以上纺织企业工业增加值同比增长7.0%，增速也较上年同期下降1.3个百分点，实现利润总额3663亿元，同比增长6.1%，增速下降9.7个百分点。

国家统计局数据显示，2014年，全年社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长11.95%，增速比上年回落1.15%。2014年，全国纺织品服装累计出口2984.64亿美元，增长5.08%，其中纺织品出口1121.41亿美元，同比增长4.86%，服装出口1862.85亿美元，同比增长5.22%。

总体看，中国纺织工业发展增速有所放缓，出口有所恢复。

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2014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。

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。

六、管理体制

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

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。

2014 年公司实现营业收入 22.65 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，收入分别占比 65.96% 和 26.41%。2015 年一季度，公司实现营业收入 3.69 亿元，同比下降 16.19%，主要是受国际市场波动影响。

盈利能力方面，2014 年，公司综合毛利率为 20.15%，同比略有上升。其中面料业务毛利率有所上升主要受原材料采购价格下降影响；毛纺业务毛利率快速下降主要受原材料和人工成本快速上涨影响。2015 年一季度，公司综合毛利率 20.74%，较上年略有增长。

表 1 公司营业收入构成（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
毛纺	10090.61	4.31	41.90	13257.29	5.85	27.67	3862.34	10.48	11.35
面料	151908.08	64.86	17.34	149406.94	65.96	19.64	21866.09	59.32	23.00
服装	1702.62	0.73	24.78	132.30	0.06	23.49	31.17	0.08	7.30
电汽	67219.23	28.70	16.74	59830.14	26.41	16.09	10250.10	27.80	12.64
主营业务合计	230920.54	98.60	18.30	222626.67	98.28	19.17	36009.70	97.68	19.03
其他	3280.27	1.40	79.30	3893.51	1.72	76.46	856.42	2.32	92.30
合计	234200.81	100.00	19.15	226520.18	100.00	20.15	36866.12	100.00	20.74

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. 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。2014 年公司毛纺、面料和服装业务实现业务收入 16.28 亿元，占总收入的 71.87%；2015 年 1~3 月，公司毛纺面料业务实现业务收入 2.58 亿元，为 2014 年全年毛纺面料业务的 15.82%。

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主要从澳大利亚进口。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。2013~2015 年 3 月，羊毛采购价格分别为 9.54 万元/吨、8.56 万元/吨和 8.95 万元/吨。总体看，羊毛采购价格呈下降趋势。

表 2 近年公司羊毛采购情况

羊毛采购	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
------	--------	--------	------------

羊毛采购总量(吨)	7159.07	9121.6	1754.10
羊毛采购总额(亿元)	6.83	7.81	1.57
平均采购价格(万元/吨)	9.54	8.56	8.95
其中:澳毛澳洲采购量(吨)	2609.45	4572.30	1289.07
澳毛澳洲采购均价(万元/吨)	10.3	8.87	9.34
澳毛国内采购量(吨)	4549.62	4549.30	465.03
澳毛国内采购均价(万元/吨)	9.09	8.24	7.78

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。

2014年,公司毛纱和精纺呢绒面料产量分别为8437吨和2418万米,分别同比增长10.79%和4.58%;2015年1~3月,公司毛纱和精纺呢绒面料产量分别占2014年全年的18.99%和18.78%。

表3 近年公司产品生产情况(吨、万米)

产品	2013年	2014年	15年1-3月
毛纱	7615	8437	1602
精纺呢绒面料	2312	2418	454

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。近年,公司羊毛脂、毛纱、精纺呢绒面料销量均有所增长。

表4 近年公司产品国内外销售情况

单位:(吨、万米、万套)

产品	2013年	2014年	15年1-3月
羊毛脂	315.60	390.4	88.8
其中:内销	--	--	--
外销	315.60	390.4	88.8
毛纱	487.06	815.6	268.6
其中:内销	320.41	508.3	121
外销	166.65	307.3	147.6
精纺呢绒面料	2275.51	2334.2	346.4
其中:内销	939.68	956.4	147.8
外销	1335.83	1377.8	198.6

资料来源:公司提供

截至2015年3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。

表5 2014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	59825.66	26.41
宁波培罗成股份有限公司	2911.80	1.29
际华三五零二职业装有限公司	2551.95	1.13
江阴市聚厚纺织有限公司	2119.60	0.94

客户名称	销售金额	销售占比
湖北美尔雅销售有限公司	1381.90	0.61
合计	68790.91	30.37

资料来源：公司提供

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。2014 年国内销售前五大客户中江苏阳光服饰有限公司销售占比 26.41%，占比较高。

表 6 2014 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-NAGOYA CO.,LTD	12683.02	5.60
TMW PURCHASING, LLC	4636.22	2.05
Prominent (Europe) Ltd.	3133.72	1.38
SGWICUS CORPORATION	2884.73	1.27
PEERLESS CLOTHING INC.	1991.71	0.88
合计	25329.40	11.18

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，2014 年欧洲约占 17.01%、日本约占 38.02%、美国约占 33.02%。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. 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。2014 年 4 家热电厂实现业务收入 5.98 亿元。2015 年 1~3 月实现业务收入 1.03 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	持股比例
新桥热电	4.2 亿元	6.50 万 KW	75%
大丰热电	2.3 亿元	2.40 万 KW	100%
云亭热电	1.7 亿元	1.80 万 KW	75%
璜塘热电	4.0 亿元	5.40 万 KW	75%
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	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
电力销售额（万元）	26949.06	22994.49	4532.29
供电数量（万度）	48342.00	42626.1	8028.1
销售均价（元/度）	0.56	0.54	0.56
供汽销售额（万元）	40270.17	36835.65	5717.8
供汽数量（万吨）	239.63	229.08	35.31

项目	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
供汽气销售均价（元/吨）	168.05	160.79	161.93
煤炭采购金额（万元）	52081.60	46766.16	6596.97
煤炭采购量（万吨）	89.70	88.15	132.2
均价（元/吨）	580.62	530.53	498.98

资料来源：公司提供

6. 未来发展

公司未来的发展以纺织为主业，热电为辅。公司继续坚持“立足高起点、利用高科技、发展高精尖、创出高效益”的企业宗旨，发扬“通力合作、敢于拼搏、打破常规、永不满足”的企业精神，稳健经营，高度关注经营风险，加强内部管理，深化产品结构调整，进一步创新体制机制、拓展市场营销模式，提高各项产品的生产和制造能力，提高各项业务经营能力和管理能力，提高运营效率和整体效益，实现企业的可持续发展。

公司在建项目主要为热电厂脱硫改造工程和电厂扩建工程等，投资规模较小，对外融资需求不大。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013 和 2014 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 2015 年一季度财务报表未经审计。公司合并范围无变化。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额为 38.77 亿元，所有者权益合计为 19.20 亿元（其中少数股东权益 2.31 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 22.65 亿元，利润总额 1.11 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 36.85 亿元，所有者权益合计为 19.25 亿元（其中少数股东权益 2.31 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.69 亿元，利润总额 0.10 亿元。

2. 盈利能力

2014 年，公司营业收入 22.65 亿元，同比下降 3.28%；公司营业成本同比下降 4.47%，大于公司营业收入降幅；公司营业利润率有所上升，为 19.21%，主要受羊毛采购价格下降影响。

2014 年，公司期间费用略有增长，为 3.26 亿元，期间费用率为 14.40%，其中管理费用 1.92 亿元，同比增长 6.15%；财务费用 1.16 亿元，同比增长 6.44%。公司期间费用占比偏高，对公司盈利能力有一定影响。

2014 年，公司利润总额 1.11 亿元，同比下降 13.52%，主要受期间费用增长所致。

从盈利指标看，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，2014 年两者分别为 5.28%和 4.76%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.69 亿元，同比下降 16.19%，主要受行业景气度下降影响；同期营业成本为 2.92 亿元，同比下降 18.36%；公司营业利润率为 20.16%；公司实现利润总额为 0.10 亿元。

跟踪期内，受行业景气度下降影响，期间费用占比偏高，公司收入规模和盈利能力均有所下降。

3. 现金流及保障

经营活动方面，2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比略有下降，为 26.17 亿元，受此影响，公司经营活动现金流入为 26.43 亿元；同期公司购买商品、接受劳务支付的现金，同比增长 6.67%，为 18.80 亿元，相应公司经营活动产生的现金流出有所增长，为 24.23 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。公司经营活动产生的现金流量净额为2.20亿元。从收入实现质量看，公司现金收入比持续上升，2014年为115.55%，现金回款情况有所好转。

投资活动方面，2014年，公司投资活动现金流入规模较小；公司投资活动产生的现金流出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金；公司投资活动产生的现金流净额为-1.79亿元。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，2014年，公司取得借款收到的现金变化不大，收到其他与筹资有关的现金主要是融资租赁租金及收到的担保债权；筹资活动产生的现金流量净额为0.85亿元。

2015年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为1.71亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.54亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-1.98亿元。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。

4. 资本及债务结构

资产

2014年，公司资产总额38.77亿元，同比略有增长，其中流动资产占38.27%，非流动资产占61.73%，公司资产以非流动资产为主。

2014年，公司流动资产14.84亿元，同比增长14.72%，主要系货币资金和存货增长所致。其中占比较大的主要为货币资金（占26.15%），应收账款（占17.12%），预收款项（占12.24%）和存货（占36.42%）。

2014年，公司货币资金为3.88亿元，同比增长47.35%，快速增长主要系收到的担保债权和融资租赁款所致。货币资金主要为银行

存款和少量现金。

2014年，公司应收账款2.54亿元，同比增长55.86%，主要江苏阳光服饰有限公司应收账款大幅增加所致。从账款风险分类看，公司应收账款账面余额的96.99%以按组合计提坏账准备，2014年底公司对应收账款共计提坏账准备0.37亿元；从账龄看，2014年公司应收账款账龄在1年以内的占92.49%；1年以上的占7.51%。从集中度看，公司前五大应收账款客户合计数占应收账款总额69.74%，集中度高。整体看，公司整体账龄短，但集中度较高。

表9 2014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	15743.31	54.73
江阴祝塘新力热能供应有限公司	1578.52	5.49
TMW PURCHASING, LLC	961.50	3.34
江苏省电力公司	913.12	3.17
江苏三禾毛纺织有限公司	866.82	3.01
合计	20063.27	69.74

资料来源：公司审计报告

2014年，公司存货规模5.40亿元，同比增长33.40%，主要包括原材料（占38.16%）、库存商品（占38.50%）、在产品（占10.26%）和自制半成品（占12.44%）；2014年公司计提存货跌价准备226.23万元。公司存货中库存商品和原材料占比较大，存在一定的跌价风险。

2014年，公司非流动资产合计23.93亿元，主要以固定资产（占82.41%）和无形资产（占8.14%）为主。

2014年，公司固定资产19.72亿元，同比下降7.40%，主要是公司处置或报废部分机器设备所致。其中房屋及建筑物占53.51%，机器设备占30.95%，融资租入固定资产占13.46%。公司累计计提折旧21.09亿元，2014年公司未计提减值准备。

2014 年，公司无形资产 1.95 亿元，主要是土地使用权和收益权。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 36.85 亿元，较 2014 年底有所下降；其中流动资产占 35.62%，非流动资产占 64.38%，流动资产中货币资金和预付款项有所下降，存货规模快速增长。

跟踪期内，公司资产以非流动资产为主，流动资产中存货规模快速增长，应收账款集中度较高，公司整体资产质量一般。

所有者权益

2014 年，公司所有者权益 19.20 亿元，其中归属于母公司的权益为 16.90 亿元，少数股东权益 2.31 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 1.53 亿元，未分配利润-2.46 亿元。其中少数股东权益的减少主要是公司于 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%；未分配利润为负主要由于子公司宁夏硅业破产清算造成公司亏损

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 19.25 亿元（含少数股东权益 2.31 亿元），公司所有者权益构成较上年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中以实收资本为主，未分配利润为负，所有者权益稳定性一般。

负债

2014 年，公司负债总额 19.57 亿元，同比略有增长，其中流动负债占 94.51%，长期负债占 5.49%。

2014 年，公司流动负债总额为 18.49 亿元，其中，短期借款占 75.81%，应付票据占 6.41%，应付账款占 6.47%，一年内到期的非流动负债占 5.65%。

2014 年，公司短期借款 14.02 亿元，同比略有下降。其中抵押借款占 21.11%、保证借款占 68.19%、抵押保证借款占 10.70%；公司应付票据 1.19 亿元，同比增长 33.15%，主

要由于公司增加了票据支付比例所致；公司应付账款 1.20 亿元，同比下降 10.95%，主要是公司增加了票据支付的比例。

2014 年，公司非流动负债 1.07 亿元，主要为长期应付款，公司长期应付款全部为应付融资租赁款。

2014 年，公司全部债务 17.55 亿元，同比增长 4.40%，其中短期债务占比 92.60%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均略有上升，分别为 50.47%、47.75%和 6.33%。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 17.59 亿元，较 2014 年底下降 10.59%，主要是短期借款减少所致。2015 年 3 月底，公司全部债务 15.70 亿元，短期债务占比达到 92.79%；同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，分别为 47.75%、44.91%和 5.55%。

跟踪期内，公司债务规模波动下降，整体债务负担适宜；但债务结构不尽合理，短期债务占比大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014 年底，公司流动比率和速动比率均有所增长，分别为 80.24%和 51.02%，2014 年公司经营现金流动负债比为 11.88%；截至 2015 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 78.71%和 42.54%。由于公司短期债务规模大，公司具有一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2014 年，公司 EBITDA 为 4.66 亿元；EBITDA 利息倍数有所下降，为 4.54 倍；全部债务/EBITDA 有所增长，为 3.77 倍。公司长期偿债能力尚可。

截至 2015 年 3 月底，公司获得授信总额度为 15.65 亿元，尚未使用额度为 2.05 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。公司为上海证券交易所上市公司，直接融资渠道通畅。

截至 2015 年 3 月底，公司对江苏阳光集

团有限公司担保 2.8 亿元，目前江苏阳光集团有限公司经营正常。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（信用机构代码：G10320281000162104），截至 2015 年 7 月 27 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、债券偿债能力

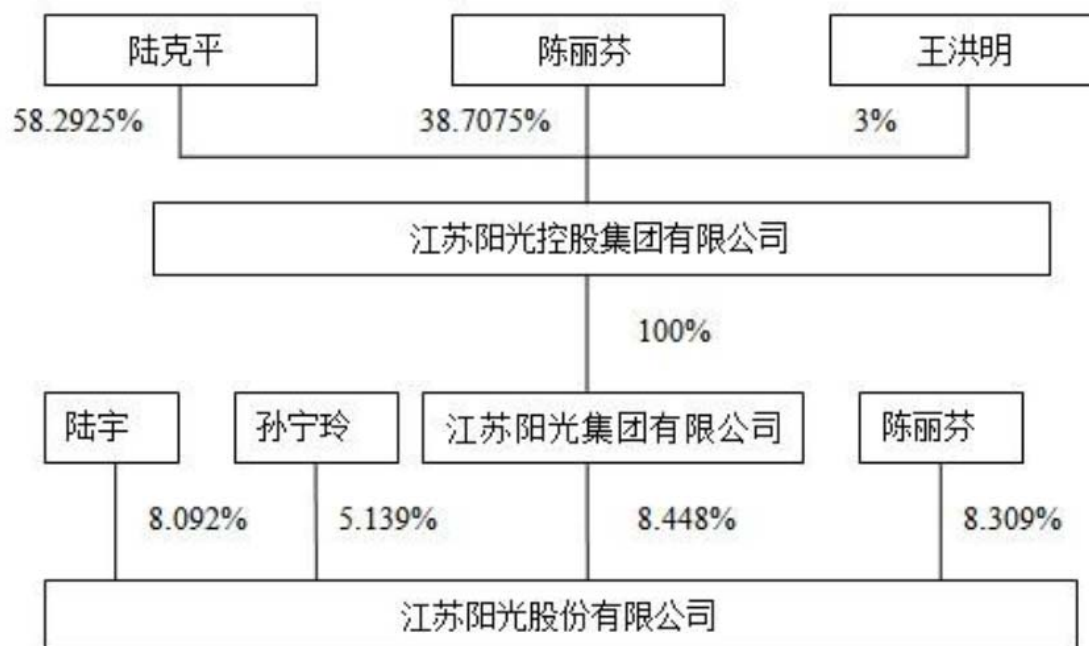
截至目前，公司存续期债券包括“15 苏阳光股 MTN001”，合计 7 亿元。

2014 年公司经营活动现金流入量为存续期内债券发行额度的 3.78 倍；公司经营活动现金流净额为存续期内债券发行额度的 0.31 倍；公司 EBITDA 为存续期内债券发行额度的 0.67 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对存续期内债券发行额度的保障能力较高。

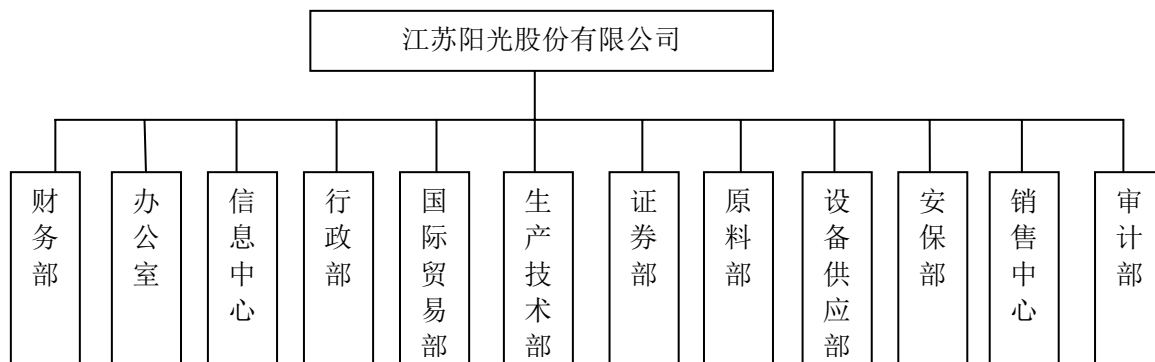
十、结论

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“15 苏阳光股 MTN001” AA 的信用等级。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.03	4.04	4.79	3.68
资产总额(亿元)	43.30	38.48	38.77	36.85
所有者权益(亿元)	18.20	19.22	19.20	19.25
短期债务(亿元)	19.94	16.62	16.25	14.56
长期债务(亿元)	1.06	0.19	1.30	1.13
全部债务(亿元)	21.01	16.81	17.55	15.70
营业收入(亿元)	28.29	23.42	22.65	3.69
利润总额(亿元)	-13.93	1.28	1.11	0.10
EBITDA(亿元)	-8.85	4.92	4.66	--
经营性净现金流(亿元)	0.39	4.11	2.20	1.71
财务指标				
销售债权周转次数(次)	22.78	8.49	6.99	--
存货周转次数(次)	12.17	4.64	3.83	--
总资产周转次数(次)	1.31	0.57	0.59	--
现金收入比(%)	109.52	113.07	115.55	140.27
营业利润率(%)	11.04	18.13	19.21	20.16
总资本收益率(%)	-33.09	6.41	5.28	--
净资产收益率(%)	-77.67	6.58	4.76	--
长期债务资本化比率(%)	5.51	0.98	6.33	5.55
全部债务资本化比率(%)	53.58	46.66	47.75	44.91
资产负债率(%)	57.97	50.06	50.47	47.75
流动比率(%)	60.94	68.10	80.24	78.71
速动比率(%)	43.79	46.77	51.02	42.54
经营现金流动负债比(%)	1.65	21.65	11.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-7.60	4.71	4.54	--
全部债务/EBITDA(倍)	-2.37	3.41	3.77	--

注：1. 公司 2015 年一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%
营业利润率	营业利润/营业收入净额×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%

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。