



江苏三房巷集团有限公司
JIANGSU SANFANGXIANG GROUP
CO.,LTD.

2006 年江苏三房巷集团有限公司
8 亿元短期融资券
信用评级报告

沪远证评(2006) 008 号

信用级别: **A-1 级**



上海远东
资信评估

地址: 上海市淮海中路 622 弄 7 号
邮编: 200020
电话: 0086-021-53061122 (总机)
传真: 0086-021-63848555
网址: www.fareast-cr.com
电子信箱: fareast@fareast-cr.com

上海远东资信评估有限公司
SHANGHAI FAR EAST CREDIT RATING CO.,LTD

二〇〇六年三月

2006 年江苏三房巷集团有限公司 8 亿元短期融资券信用评级

评级结果：A-1

评级结果释义：具备极强的短期债务偿还能力，几乎不受外部环境的影响

发行主体：江苏三房巷集团有限公司

发行规模：人民币 8 亿元

发行期限：365 天

主要财务指标

人民币：百万元	2003	2004	2005
营业额	5393.65	8408.33	10617.80
EBIT	393.61	567.82	588.04
总债务	2581.02	3427.53	4252.98
净债务	2074.40	2281.72	2614.35
资本总额	5046.06	6306.62	8520.04
毛利率 (%)	7.38	7.09	5.79
EBIT 收益率 (%)	7.30	6.75	5.54
EBIT 利息偿付 (x)	3.80	4.19	3.99
净债务/EBITDA (x)	4.06	2.89	3.76
总债务/资本总额 (%)	51.15	54.35	49.92

注：2003-2005 年数据来源为境内审计报告；表中数据计算公式参见附录一。

分析员：郑重 黄克立

评级机构：上海远东资信评估有限公司

电话：0086-021-53061122 (总机)

传真：0086-021-63848585

网址：www.fareast-cr.com

E-mail: fareast@fareast-cr.com

注：本报告表述了远东资信对本期债券的评级观点，并非引导投资者买卖或持有本债券。报告中引用的企业资料主要由发行人提供，远东资信不对引用资料的真实性负责。

评级观点

上海远东资信评估有限公司(以下简称“远东资信”)受江苏三房巷集团有限公司(以下简称“三房巷集团”或“集团公司”)委托对其 2006 年拟发行的 8 亿元短期融资券进行信用评级，获得上海远东资信评估有限公司 A-1 级资信等级是基于：

- 三房巷集团主业突出。聚合产能在全国聚酯化纤行业内处于领先水平，具备较强的行业地位。
- 下游市场需求稳步上升，为三房巷集团产品的销售提供了较好的市场环境，产销增长势头良好。
- 集团公司未来短期内将无大规模资本性支出计划，前期已投资项目产能的逐步释放也将为集团公司带来较好的收益。
- 下属上市公司三房巷股份为集团公司的整体盈利能力提供了一定的支持。
- 集团公司经营风格较稳健，财务结构良好，负债水平控制在适度的范围内，资金运用较为合理。
- 主营业务获现能力较强，货币资金存量较充沛，经营性净现金流状况预期将有较大改善。

上海远东资信评估有限公司同时关注江苏三房巷集团有限公司本次短期融资券评级中的风险因素：聚酯化纤行业市场竞争激烈使公司面临一定的行业风险；原材料价格受原油价格推动持续在高位运行给公司带来一定的经营压力；产品结构较单一使公司适应市场变化的能力减弱。

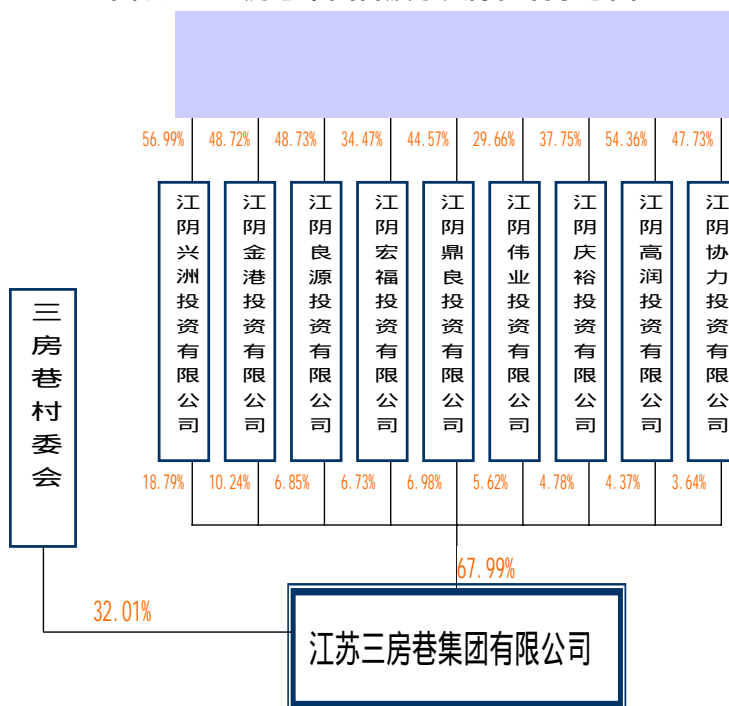
特别风险提示：

- 我国聚酯化纤行业处于完全竞争状态，虽然该集团在行业内具有较高的竞争力，但同样面临市场竞争加剧的风险。
- 受原油价格推动的影响，PTA、MEG 等聚酯主要原料产品价格从长期趋势上看仍在高位运行，这在很大程度上使得该集团公司的生产成本居高不下，利润空间受到挤压。
- 该公司核心产品较为单一，仅有涤纶短纤和聚酯切片两大类，虽然在小范围内可以调整产品结构，但无法达到实质性的分散行业风险的效果。

公司概况

江苏三房巷集团有限公司前身为 1980 年 10 月成立的江阴市合成纤维厂，主要生产各类涤纶短纤维、涤纶毛条丝束和工程塑料，并于 1984 年组建了江阴市染整厂，主要生产印染布等。1993 年江苏三房巷实业集团总公司成立，注册资本 1.9 亿元。2000 年，正式成立江苏三房巷集团有限公司，注册资本 5 亿元。2003 年 3 月集团控股的江苏三房巷实业股份有限公司(三房巷 SH 600370，以下简称“三房巷股份”或“股份公司”)在上海证券交易所挂牌上市。2005 年新增注册资本人民币 6.53 亿元，并变更股东，变更后的注册资本总额为 11.53 亿元，卞兴才等 9 名自然人(三房巷村委领导班子)通过各自控股的 9 家投资公司对三房巷集团入股。其后，各股东又对公司进行增资 4.09 亿元，使注册资本达到 15.62 亿元。各股东对集团公司的控制情况见图表 1。

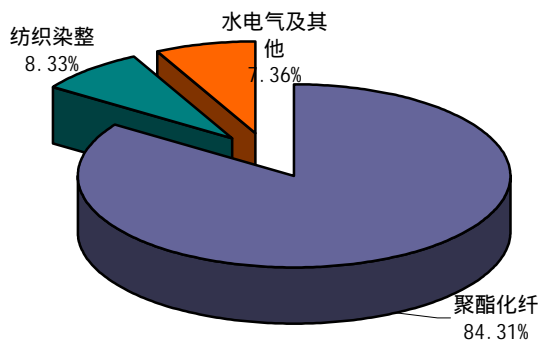
图表 1：三房巷集团各股东实际控制示意图



资料来源：集团公司验资报告，远东整理

从股权关系来看，三房巷村委会为第一大股东，而卞兴才等 6 名具有直系亲属关联关系的自然人通过间接持股控制了集团公司 26.14% 的股份，并担任管理层重要职位，对集团公司具有重大的影响力。

图表 2：三房巷集团 2005 年收入构成



资料来源：集团公司 2005 年审计报告

三房巷集团经过 20 余年的发展，已经成为国内具有较大规模的乡镇集团型企业之一，下属企业共 19 家。据统计，三房巷集团 2005 年开票销售收入(含税，未内部抵消)列江阴市第三位，仅次于华西集团和兴澄特钢。该集团公司以化纤为主业，

9 家投资公司的股东为三房巷村 400 多名村民

并涉及纺织、染整以及热电，尤其在聚酯化纤领域具有较高的知名度和行业地位，其聚合产能在国内处于领先地位，目前已经形成约 160 万吨/年的聚合能力。

三房巷集团主业突出，来自化纤行业的收入占到总收入的 84.31%。集团公司下属的三房巷股份主营染整，具有年产 1.2 亿米印染布的生产能力，在全国同行业中居于首位。

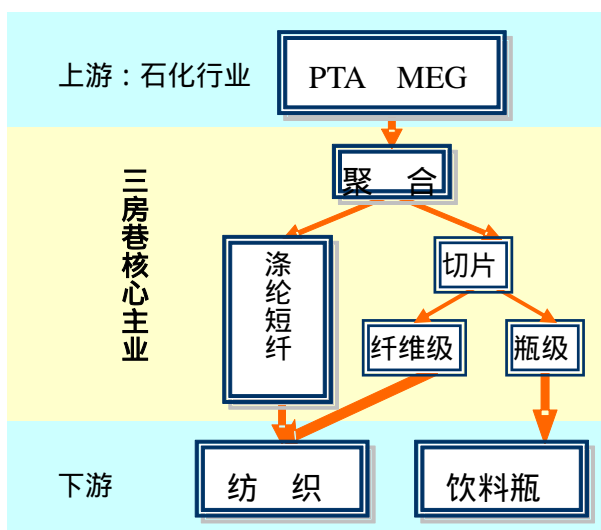
截至 2005 年末，公司资产规模达 91.90 亿元，净资产 35.00 亿元，2005 年实现主营业务收入 106.18 亿元，利润总额 4.4 亿元。

运营环境分析

2005 年聚酯行业原料价格总体呈波动上升态势；随着上游产能放大，未来原料价格可望趋于平稳；三房巷集团得益于产能优势及行业地位，具有相对较强的议价能力，对原料价格上涨带来的经营风险形成了一定的缓冲

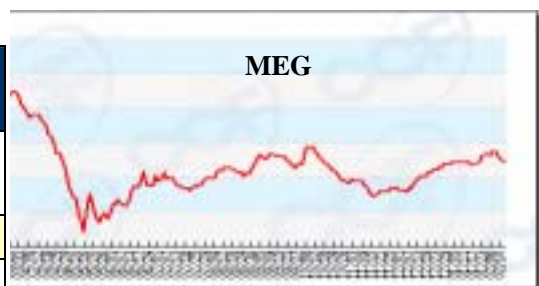
三房巷集团的核心主业为聚酯产品（包括涤纶短纤和聚酯切片）的生产和销售，原料来自石油化工产品 PTA（对苯二甲酸）和 MEG（乙二醇）。因此，上游 PTA 和 MEG 的价格对三房巷集团的主业盈利能力具有较大的影响。

图表 3：三房巷集团核心主业产业链



资料来源：公司提供，远东资信整理

2003年以来 PTA 和 MEG 价格
图表 4：2005 年 2 月 - 2006 年 2 月内盘 PTA、MEG 价格



动。虽然在 2005 年 4 - 5 月份 PTA 和 MEG 价

图表 5：行业领先企业原材料外部采购预估表

单位：万吨/年

企业	产能	PTA 采购量	MEG 采购量	备注
仪征化纤	160	77.1	30.46	44%左右为中石化集团内部采购
三房巷	160	134.4	57.6	100%外部采购
远东纺织	80	68.8	27.2	--

注：1、采购量不包括集团内部采购

2、仪征化纤内部原料采购比率为 2004 年年报披露的关联交易相关数据

3、聚酯化学配比公式：1 吨聚酯 = 0.84 吨 PTA + 0.36 吨 MEG

4、表中数据为企业提供预估值，远东资信整理

中国化纤信息网

建高潮使得上游行业的新增产能将在 2006 年将大规模释放。预计 2006 年国内将投产的 PTA 装置有辽阳石化、上海远纺和宁波三菱，国内 PTA 产量约达到 600 万吨，进口量 600 万吨，自给率由 2005 年的 44% 提高到 50%。另外 2006 年内其他国家或地区也有三套 PTA 装置投产。MEG 的供给量也将增加，国内将投产的 EG 装置有惠州 Shell 和扬子石化，预计 2006 年产量约为 120 万吨，进口量 420 万吨。因此，预计 2006 年 PTA 和 MEG 等主要化纤原料供应矛盾将会得到进一步缓解，市场基本保持平稳。

目前国内原料供给主要集中在少数几家大型石化企业，大部分依赖进口，在这种形势下，行业对上游原料议价能力整体较弱。但是，三房巷集团在聚酯产业领域已处于全国领先的地位，有助于其控制采购成本。2005 年其聚合产能仅次于仪征化纤，列全国第二，全球第七。而在涤纶短纤子行业内，据《The PCI World Synthetic Fibres Report》统计，三房巷集团已超越印度的 Reliance 和仪征化纤，短纤产能居世界第一位。

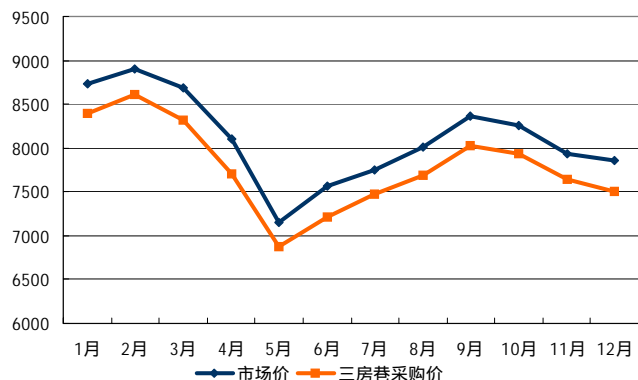
以三房巷集团目前年产能 160 万吨聚合能力来估算，其原材料对外采购量在全国居于首位（见图表 5），而事实上，三房巷集团已经成为全球最大的原料采购商。产能优势使得三房巷集团在对上游原料行业的议价能力优于同行业其他企业。如图表 6 显示，在 2005 年主要原料 PTA 的采购中，三房巷集团各月采购价格均略低于同期市场价格。集团公司的主要原料供应商长期稳定，且均是国内和国际上知名的厂商，包括英国石油（BP）、日本伊藤忠、美孚、MEG GLOBAL、翔鹭石化、日本三菱等。此外，三房巷集团的原料采购大部分依赖进

口，而人民币升值的事实和预期也将在一定程度上抵消原料涨价带来的不利因素。

图表 6：三房巷集团 PTA 采购价与市场价格比较

2005 年 1 月 - 12 月

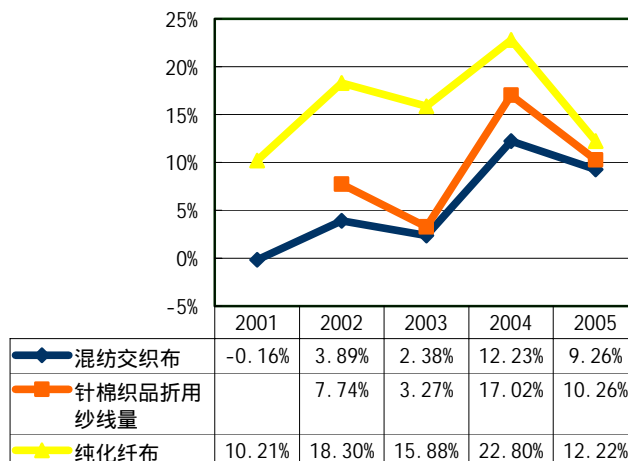
单位：元/吨



目前国内化纤行业竞争激烈；经过 2005 年行业内部调整，供求可望趋于平衡；三房巷集团凭借多年的行业经验，产销快速提高

近年来我国聚酯行业的投资增长迅速，这使得 2005 年产能集中释放，行业市场竞争加剧，行业整

图表 7：全国涤纶短纤直接下游产品产量增速



数据来源：国研网，远东资信整理

资料来源：公司提供，远东资信测算整理

注：1、采购价格为各月直接采购价格与进料加工价格加权平均
2、市场价格为同期国内月平均市场价格

体效益大幅下滑。但是从动态来看，2005 年短纤企业为了降低亏损，大面积降低负荷和限产，让前期大量的库存被逐渐消化，到年底，供应增速已经大幅回落；而同时，下游

纺织行业继续保持较快增长。统计数据表明，2005年1-9月化纤生产及供应总量与纺织需求总量基本相当，其中涤纶短纤供应增速仅为5.86%，大大低于同期纱线的23.52%，也低于混纺交织布的9.63%。来自国研网的另一组统计数据表明（见图表7），近年来我国短纤各主要下游产品产量增速稳步提高，也说明了短纤的有效市场需求正在逐步放大。

由于行业自律和宏观调控的作用，化纤行业新增固定资产投资增速快速已经回落到一个较低水平，尤其是聚酯子行业，2006年将没有大规模的新增产能，为行业整体调整结构和消化近几年快速增长的优质产能提供了条件。因此，受原料价格的支撑和有效需求逐步扩大的双重作用，2005年化纤产品（以涤纶短纤为例）的市场价格仍较为稳定（见图表8），进入2006年还略有上扬。

三房巷集团凭借在行业内多年的发展，已具备了较强的行业地位，从图表9可见，三房巷涤纶短纤产品的产量增速2005年高于全国近24个百分点，也大大高于同期江苏省水平。虽然受2005年全行业波动影响，增速出现了回落，但相对回落幅度较小。从市场占有率来看，

图表8：涤纶短纤价格走势图

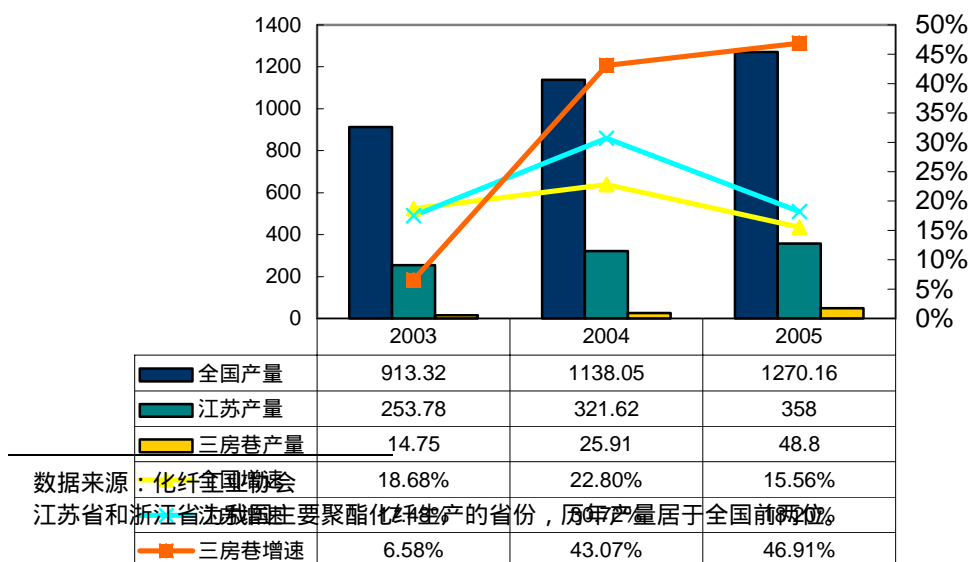


数据来源：化纤经济信息网

2005年三房巷集团在市场上已经占据了较大的份额（见图表10），平均开工率也维持在75%左右。与同行业比较，2005年三房巷集团涤纶短纤产量48.8万吨，与仪征化纤大体相同，占据了国内前两位。预计2006年集团公司的涤纶短纤产量将达到96万吨，成为全球第一大短纤生产商。

图表9：涤纶化纤产量及增速比较

单位：万吨



数据来源：化纤全国增速
江苏省和浙江省占全国主要聚酯化纤生产的省份，历年产量居于全国前两位

瓶级切片市场需求良好，但投资增速加快，存在竞争加剧的风险；三房巷集团销售机制较完善，市场占有率进一步提高，销售情况稳步上升

在瓶级切片领域，由于聚酯正在逐步取代 PVC 瓶、铝罐与玻璃瓶的包装，国内液体食品所用塑料包装和其他包装容器使用量不断增加，促使瓶级聚酯切片需求量不断提高，成为聚酯产品中增长速度最快的产品。

图表 10：2005 年三房巷集团核心产品市场占有率情况

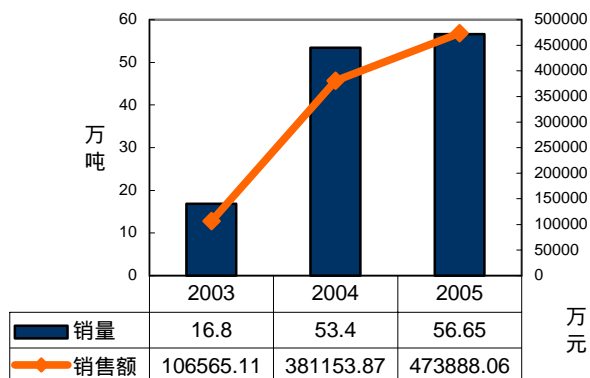
市场	华东	华北	华南	华中
短纤市场占有率	18%	7%	11%	15%
市场	国内市场		出口市场	
切片市场占有率	15%		42%	

资料来源：公司提供，远东资信整理

从我国目前瓶级切片生产领域的发展状况来看，首先，我国多数瓶级聚酯生产企业规模偏小，设备较为落后，这使得具有产能优势以及经验丰富，行业地位较强的企业具有竞争优势；其次，由于瓶级聚酯市场需求增长，许多聚酯企业转产瓶级切片，瓶级聚酯生产企业也在纷纷扩能，瓶级聚酯投资的增速明显加快，已经超过了纤维级聚酯。2005 年瓶级聚酯切片产能分别比上年增长 37.6%，几乎是需求增长量的两倍，竞争加剧的迹象也已相当明显。

三房巷集团的瓶级切片产品已获得美国市场需要的 FDA 认证和欧洲市场需要的 EU 认证，2005 年还获得瓶级切片的可口可乐认证，近年来产销情况也保持了良好的上升势头（见图表 11）。三房巷集团在销售方面建立了较为健全的机制：在销量大的地区建立仓库，让货物更快到达客户手中；在全国、全球建立更为密集的代理商系统。集团公司与下游的销售商和用户一直保持

图表 11：三房巷集团历年切片产销量



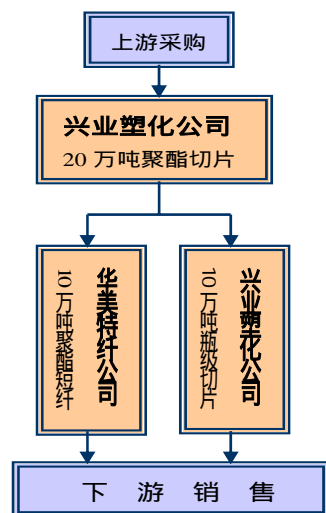
数据来源：公司提供，远东资信整理

注：1、切片产销量包括切片加工的产量和销量

着良好的合作关系，正是基于此，三房巷集团 2005 年瓶级切片的开工率达到了 100%，大大高于行业平均水平；瓶级切片产量 32 万吨，与远东纺织大体相同，位列国内前两位，其中出口 24 万吨，占当年我国瓶片总出口量（57.6 万吨）的 42%，市场占有率进一步巩固（见图表 10）。2006 年预计瓶片产量将达到 45 万吨，成为我国最大、世界前五位的瓶片生产商。

◆ 经营管理分析

图表 12：一期工程产业链示意图



资料来源：公司提供，远东整理

集团目前的多数下属公司均是聚酯项目建设时期成立的项目公司，由三房巷集团母公司与可控制的海外公司共同投资组建。在管理上，各下属公司分别管理 1 - 2 条生产线，财务核算上独立，但集团对下属公司的控制力度较强（除股份公司外），各子公司均由集团董事会成员分别直接负责。

从产业链来看，集团公司可以根据市场的情况来调整各产品的比例。以一期项目为例，兴业塑化公司第一阶段生产聚酯切片（设计产能 20 万吨），然后 10 万吨聚酯切片继续加工生产成为瓶级切片，也可以直接销售聚酯切片。另一部分 10 万吨的聚酯切片由华美特纤公司再生产加工为聚酯纤维。可以看出兴业公司和华美公司是上下游的关系，兴业公司也可根据市场的需求，调节相应的供应，以调整切片和短纤产品之间的比重（见图表 12）。近期，由于瓶级切片的出口销售形势较好，故大量的资源用于生产瓶级切片。

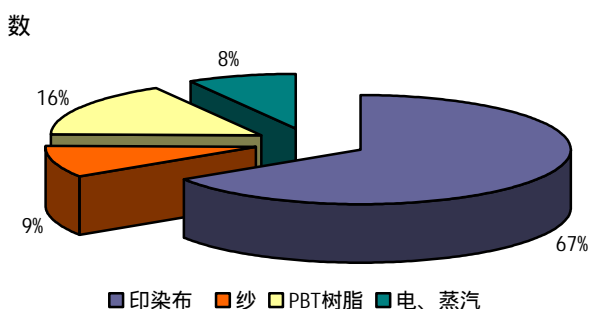
三房巷集团能通过内部调整供给来改变产品结构，在一定程度上有助于适应不同产品需求的波动。但是，远东资信也注意到，三房巷集团在主业产能扩张过程中并没有丰富产品种类（如：未扩充粘胶产能，也未涉及长丝品种），也没有向上游利润较高行业延伸，使得目前该集团与同行业其他一线公司相比主要产品较单一，对风险的分散作用较为有限。

股份公司经营较独立，主业竞争力较强，其染整业务形成对集团公司主业的有益补充；但总体规模相对较小，短期内对集团公司的影响有限

据化纤工业协会统计，2005 年上半年，大型聚酯企业的开工率为 72%，小聚酯企业为 12%；涤纶短纤维企业的开工率为 65%，

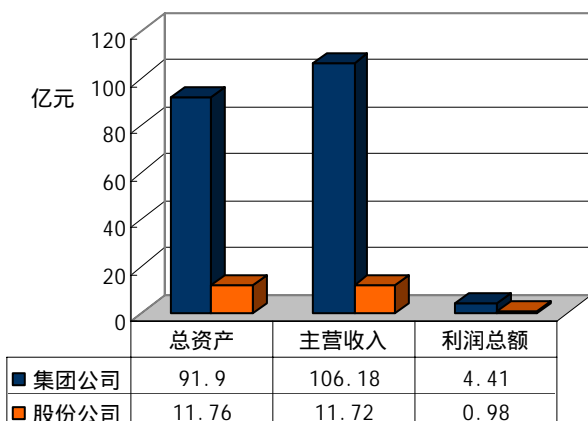
江苏三房巷实业股份有限公司始建于 1994 年，目前集团公司持股 50.98%，是国内印染布生产规模较大、经济效益较好的企业。作为一家上市公司，三房巷股份严格按照证监会的要求，建立了较为健全的管理制度。股份公司主营业务与集团公司主营业务不存在竞争关系，且采购、销售等渠道具备自己的系统，也拥有强

图表 13：三房巷股份主营收入结构图



数据来源：三房巷股份 2005 年三季度报

图表 14：2005 年股份公司与集团公司各项指标对比



数据来源：股份公司与集团公司 2005 年年报

于其他集团下属公司的决策权，整体经营独立性较强。

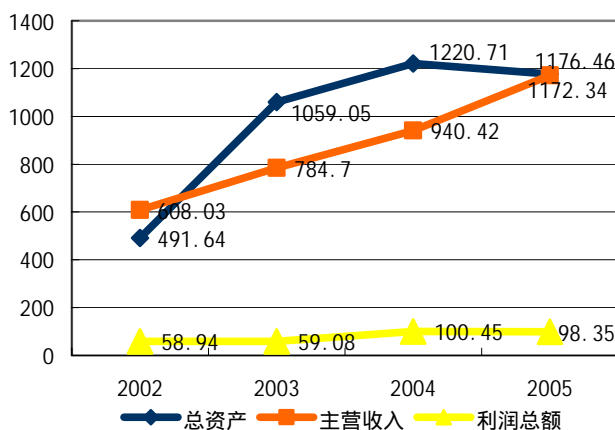
股份公司本部以印染整理为主营业务，已具备年产印染布 1.2 亿米的生产能力，其中卡其布产量居全国之首。同时股份公司十分重视内部各种资源的综合利用，使染整生产的单位成本在同行业中一直处于较低水平，产品在国内外市场有较强的竞争力。公司拥有自营进出口权，产品约 60% 出口到香港、东南亚、中东、中美洲、欧美等地区。

区。

从产业链来看，股份公司的核心业务属于纺织业，为集团公司聚酯产业的下游行业，但实际；从经营数据来看，股份公司 2004 年总资产达 12.2 亿元，实现销售收入 9.4 亿元，利润总额 1 亿元，在一定程度上形成了对集团公司主业的有益补充。从 2005 年经营情况来看，股份公司的汽流纺项目产能扩张、热电公司于 5 月投产、子公司新雅装饰布有限公司已于 8 月投入试生产，这些因素都使得股份公司进入高

图表 15：股份公司历年主要指标

单位：百万元



数据来源：股份公司历年年报

速增长期。2003年和2004年集团公司从股份公司分得现金红利分别为1210.18万元和1452.21万元（2005年分红方案未定）。2004年数据显示，股份公司利润总额占集团公司利润总额的23.26%，对集团公司具有较大的贡献。

但是，三房巷股份无论从资产规模，还是主营收入上来看，在集团公司中所占的比例均较低（见图表14）。尽管股份公司盈利能力较强，增长较快，但短期内对集团公司的整体影响有限。

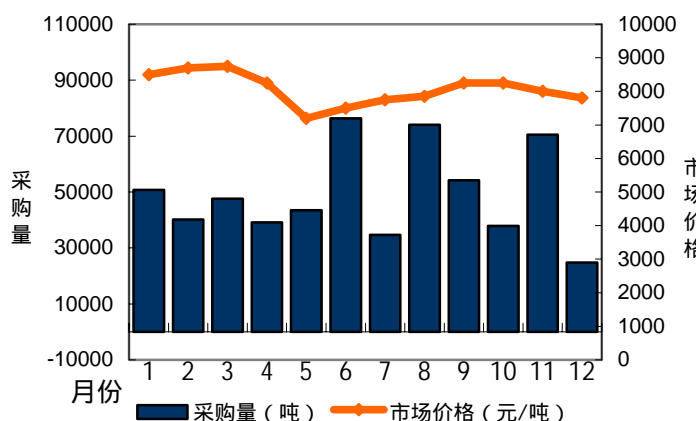
集团公司管理团队稳定，决策效率高，但整体风险控制体系仍有待完善

作为一家村办企业发展起来的大型企业集团，公司各级管理层人员大多经历了集团的发展壮大的过程，因此整个公司管理团队比较稳定。从发展历程上看，该集团公司不盲目在其它行业对外扩张，以做大做强

核心主业为第一目标，体现了经营者稳健的经营风格，避免了因涉及行业众多带来的多种风险。

三房巷集团在管理上具有一定的优势，主要体现在：首先，江阴市三房巷村村民委员会是三房巷集团的控股股东，而实际上，集团公司管理层和村委会领导为一套班子，主要中层管理人员多数拥有集团公司的股份，使得整个集团公司具有较强的凝聚力。其次，三房巷集团在聚酯行业发展多年，这使得公司管理层人员大都具有丰富的从业和管理经验，这对公司持续稳定发展提供了良好的保障。最后，决策上具有较大灵活性和较强的执行力度。三房巷集团多年的行业经验和决策的灵活性也体现在对市场走向的判断上，从图表 16 可以看出，PTA 采购数量较大的几个月，均处在全年行情的相对低点或回落期。

图表 16：2005 年 PTA 采购量与市场行情对比图



数据来源：企业提供与市场公开信息，远东整理

公司的股份，使得整个集团公司具有较强的凝聚力。其次，三房巷集团在聚酯行业发展多年，这使得公司管理层人员大都具有丰富的从业和管理经验，这对公司持续稳定发展提供了良好的保障。最后，决策上具有较大灵活性和较强的执行力度。三房巷集团多年的行业经验和决策的灵活性也体现在对市场走向的判断上，从图表 16 可以看出，PTA 采购数量较大的几个月，均处在全年行情的相对低点或回落期。

远东资信认为，尽管灵活性管理和较强的执行力等优势对公司发展起到了重要的推动作用，但随着公司业务规模和员工队伍的扩大，将可能出现企业的管理水平滞后于企业发展速度、部门发展不平衡、风险管理制度欠缺等问题，这势必要求公司在经营、管理和决策等方面需要进一步的规范和完善，企业未来经营管理水平有待进一步提高。

◆ 财务分析

近年来聚脂产能扩大增加了对配套流动资金的需求，公司债务规模不断扩大，但负债水平仍控制在适度范围内；未来短期内预期资本性支出较小，但因产能扩张导致配套流动资金需求上升，短期借款规模仍有增长的可能

图表 17：三房巷集团聚酯产业三期工程情况表

	建设期	设计聚合产能	项目公司	投资情况
一期	1999 - 2001	20 万吨(实际 24 万吨)	兴业塑化、华美特种纤维	7 亿元，完成
二期	2002 - 2004	55 万吨	兴盛塑化、新伦化纤、华星合成、海伦化纤、兴佳塑化	16 亿元，完成
三期	2003 - 2005	80 万吨	华盛聚合、华怡聚合、兴宇新材料、兴泰新材料、运伦化纤、博伦化纤	18 亿元，完成

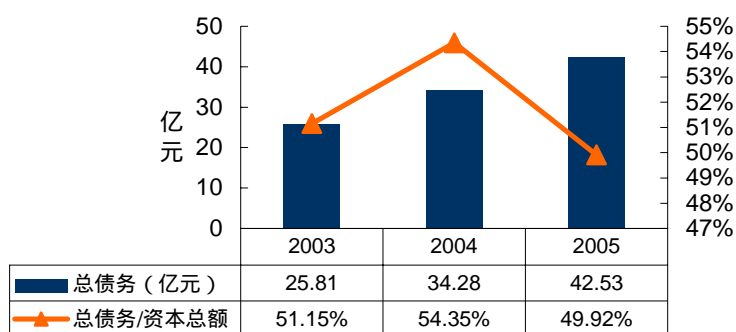
资料来源：公司提供，远东整理

注：1、集团所持华星合成公司和兴盛塑化公司的股份均于 2005 年 2 月由江阴市周庄投资发展有限公司委托持股，这两家公司资产仍由三房巷集团有限公司管理。

2、第三期项目已于 2005 年 5 月陆续投产，尚余 20 万吨产能即将投产。

自从 1999 年聚脂业务被确定为集团发展主业以来，三房巷集团先后进行了三期聚脂项目的投资（见图表 17）。三期聚脂项目的相继投资和生产运营对长期资金和流动资金需求量提高，资金来源除公司的自有资金外，主要依靠银行借款，使得公司近年来债务规模不断扩大，如图表 18 所示，2005 年末，公司的总债务达到 42.53 亿元。银行给予该集团公司的支持较大，至 2005 年末，三房巷集团获得的银行授信额度合计为人民币 77.85 亿元（包括贸易融资和贷款），其中尚未使用的部分为 17.95 亿元。

图表 18：公司 2003-2005 年财务结构



资料来源：公司历年审计报告

虽然三房巷集团的总债务规模不断增加，但是其 2005 的总债务/资本总额比率比 2004 年有所下降（见图表 18）其主要原因是：首先，聚酯业务的快速发展给集团公司带来了收益的增长，未分配利润和盈余公积连年增加；其次，股东（除三房巷村委会外）以现金形式于 2005 年对公司进行两次增资，共计 10.62 亿元，公司的实收资本由 5.00 亿元增加到 15.62 亿元。公司所有者权益的大幅度增加，既对公司的生产经营活动形成有力的支撑，且改善了资产结构。负债水平控制在适度的范围内，也体现了三房巷集团较稳健的

资料来源：公司历年审计报告

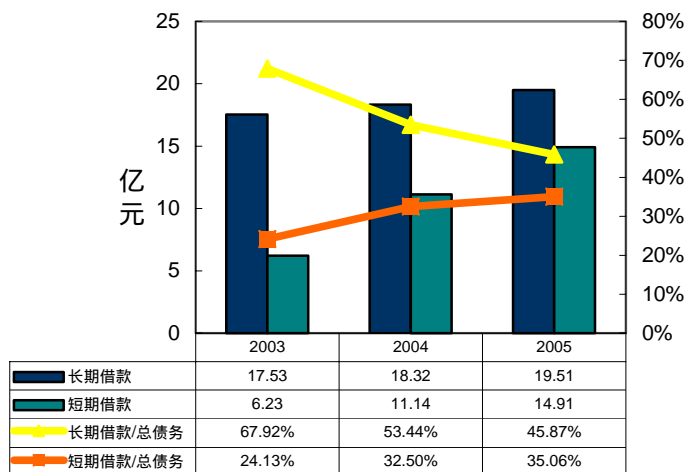
经营风格。

在负债期限结构方面，从 2003 年到 2005 年，短期借款占总债务的比率有所上升，相应地长期借款的比率则下降（见图表 19），这主要是因为：2003 年，第二期项目正在建设中，而第三期聚酯项目于当年 6 月开工，对长期资金的需求较多；到了 2005 年，第三期工程的建设逐步完成，并于 5 月份陆续投产，配套流动资金的需求进一步增加，从而使得短期借款和长期借款的比例发生了较大的变化。可见，公司的债务期限结构较好地匹配了固定资

产投资和生产经营的资金需求，避免了短期借款用于长期投资而给企业带来的财务风险。由于公司大规模的项目投资已基本完成，未来一定时期内的资本性支出压力较小。但是，由于公司产能的释放需要流动资金的配套，因此，预计短期借款仍有上涨的趋势。

图表 19：长短期债务增长趋势图

单位：亿元



资料来源：公司各年度审计报告，远东整理

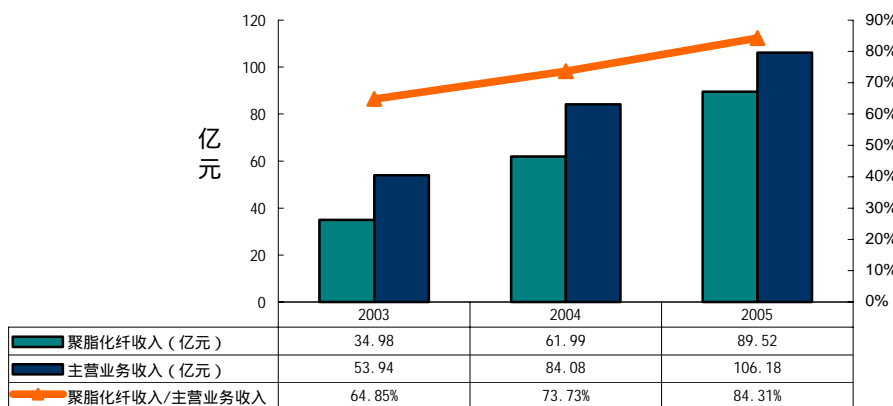
聚酯业务的快速发展推动了主营业务收入的快速增长，但整体毛利率受市场变化影响而有所下降；集团公司对期间费用控制较好，EBIT 平稳增长

在三房巷集团分产品主营业务收入中聚酯化纤产品（包括短纤和切片）占第一位，所占比重也逐年提高，并推动主营业务收入快速上升（见图表 20），2004 年和 2005 年同比分别增长 55.99%、26.29%。另一方面，2005 年，公司的非聚酯化纤业务销售收入合计为 19.73 亿元，

聚酯纤
减小。

图表 20 公司聚酯化纤收入、主营业务收入及其比率

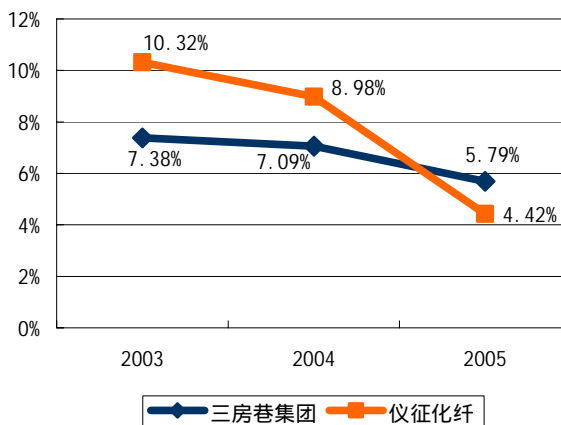
着聚
一步



资料来源：公司历年审计报告

受行业景气度下降影响，聚脂行业整体效益下滑。在这样的大环境下，三房巷集团毛利率呈现下降趋势。但是，从同行业比较来看，2005年1-8月份我国规模以上化纤企业亏损面达26.57%，三房巷集团的毛利状况优于行业平均水平。以集团公司的主要竞争对手仪征化纤为例，该公司2003年、2004年的毛利率均高于三房巷集团，而2005年市场行情回落的情况下，仪征化纤的毛利率水平出现了较大幅度的下滑（见图表21）。这反映了三房巷集团对主营业务成本控制较好，没有出现大的波动。仪征化纤虽然属于中石化体系，具有内部采购原料的优势，但从毛利率的稳定性来看，三房巷集团在行业景气度回落情况下的抗风险能力相对较好。

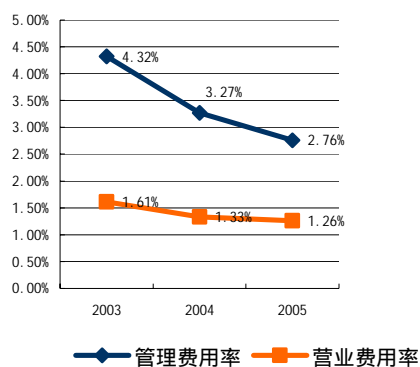
图表 21 三房巷集团、仪征化纤毛利率变化趋势对比



资料来源：公司历年审计报告

注：因仪征化纤 2005 年度年报尚未公布，2005 数据为 1 - 9 月数据

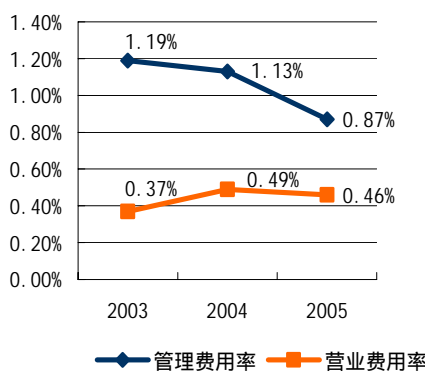
图表 22 仪征化纤期间费用变动趋势



资料来源：公司历年审计报告

注：因仪征化纤 2005 年度年报尚未公布，2005 数据为 1 - 9 月数据

图表 23 三房巷集团期间费用变动趋势



资料来源：公司历年审计报告

集团公司制定了较为完善的内部控制制度和财务管理措施来控制营业费用和管理费用，严格控制成本、费用开支标准，取得了较好的成效。在主营业务收入持续上升的情况下，公司的管理费用与主营业务收入的比率呈下降趋势（见图表23）。2005年，公司主营业务收入

根据国家统计局公布的数据，2005年1-8月份我国规模以上化纤企业数量共有1272家，其中亏损企业338家

比 2004 年增长 26.28%，而营业费用与主营业务收入的比率却由 0.49% 下降到 0.46%。与仪征化纤的对比可看出，三房巷集团的管理费用率和营业费用率均低于仪征化纤，显示了三房巷集团对期间费用较好的控制水平，在一定程度上保证了公司的盈利能力，使得公司的 EBIT 在毛利率下降的情况下仍实现了增长。

三房巷集团资产流动性较好，主营业务具有良好的获现能力，为短期偿债提供了支持

从资产的构成上看，公司流动资产质量较好。应收票据绝大部分为银行承兑汇票，坏账风险较小；应收账款账龄在 1 年以内的金额占 97.65%；其他应收款账龄在 1 年以内的占 81.55%，可见，公司流动资产质量较好，对短期偿债能力形成一定的支持。

图表 24 公司应收账款周转情况

项 目	2003	2004	2005
应收账款周转速度（次）	32.76	42.11	41.31
应收账款周转天数（天）	10.99	8.55	8.71

资料来源：公司历年审计报告

根据化纤行业的商业惯例，化纤产品的销售一般不赊销，大部分是现金销售，只有长期大客户才能够得到部分信用销售，三房巷集团的销售情况也是如此，应收账款较少，且周转速度较快（见图表 24），主营业务获现能力较强。

从现金流量来看，2005 年，主营业务收入现金率为 106.78%（见图表 23）。需要指出的是，经营活动产生的现金净流量 2005 年下降到 2.35 亿元，同比减少了 7 亿多元。除了原材料上涨引起经营性现金流流出外，主要是因为 2005 年集团公司因产能扩大的需要，大量增加了原材料库存，仅该项较上年同期就增加了 3.55 亿元；预付账款（用于购买原材料）增加 0.89 亿元；在产品增加 1 亿多元。在产销稳定的情况下，随着产能的进一步释放，预计近期经营性现金净流量将有明显的改善。

图表 25 现金流量分析

单位：亿元

	经营性现金 流入总量	经营性现金 净流量	主营收入现 金率
2003	65.19	1.21	119.43%
2004	102.25	9.39	120.42%
2005	115.44	2.35	106.78%

资料来源：公司历年审计报告

远东资信注意到，三房巷集团货币资金存量较充沛，2005 年年末余额 16.39 亿元（但其中 8.51 亿元其他货币资金为票据保证金）；存货中，原材料账面价值达 8.83 亿元，均为 PTA 等大宗贸易品，有利于缓冲今后原料价格波动的风险，也可以对债务形成一定的支持。

◆ 债项分析

江苏三房巷集团有限公司 2006 年度拟发行 8 亿元短期融资券。募集资金主要用于补充公司生产经营所需流动资金。若本次融资券发行成功，将拓展公司的直接融资渠道，同时，由于短期融资券的融资成本低于银行借款利率，通过发行短期融资券来募集资金，能够降低公司的财务成本，有利于提高企业的竞争能力。

本期短期融资券到期的偿付主要取决于公司的生产经营状况。公司的发展比较稳健，负债水平适中；主营业务收入增长较快，并具有良好的获取现金能力，经营性现金流量较为充足，随着聚脂产能的提高，经营性现金流量会进一步增长；同时，该集团公司货币资金存量较充沛，对债务的偿还提供了较好的保障。

此外，为了保证本期短期融资券的足额偿还，三房巷集团尚承诺在主承销商银行开立本期短期融资券的还款专项帐户，在本期短期融资券到期前 1 个月开始按比例存入资金；授权主承销银行若在兑付日前 3 日专项账户资金余额尚不能满足偿付要求时可划拨该集团公司主承销银行开立的一般结算帐户中资金至专项账户；并以当日全部现金资产补足，或以应收票据或应收帐款（信用证）当日余额为保证，贴现或押汇补足。

综合以上分析，上海远东资信评估有限公司认为江苏三房巷集团有限公司具备较好的偿还本期短期融资券的意愿和能力。

附录 1：主要财务指标定义

营业额 = 报告期主营业务收入；

EBIT = 报告期息、税前盈余；

总债务 = 年末短期借款余额 + 一年内到期的长期负债余额 + 年末长期借款余额+应付债券 + 应付票据；

净债务 = 总债务 - 年末货币资金余额；

资本总额 = 总债务 + 年末股东权益 + 年末少数股东权益；

毛利率 = 毛利 / 营业额 * 100%；

EBIT 收益率 = EBIT / 营业额 * 100%；

EBIT 利息偿付 = EBIT / (报告期发生的利息支出 + 报告期资本化利息)；

净债务 / EBITDA = 净债务 / (EBIT + 报告期提取的折旧 + 报告期长期资产摊销额)；

总债务 / 资本总额 = 总债务 / 资本总额 * 100%；

上海远东资信评估有限公司声明

- 一、除因本次评级事项上海远东资信评估有限公司与江苏三房巷集团有限公司构成受托委托关系外，上海远东资信评估有限公司、本次评级分析员与江苏三房巷集团有限公司不存在任何直接或间接的利益关系。
- 二、上海远东资信评估有限公司本次评级分析员履行了尽职调查与诚信尽责的义务，保证出具的评级报告的客观、准确、公正、及时。本报告中引用的资料主要由发行人提供，上海远东资信评估有限公司不对引用资料的真实性负责。
- 三、上海远东资信评估有限公司本次对江苏三房巷集团有限公司的评级结果不是向投资者提供购买或出售江苏三房巷集团有限公司已经存在或日后发行的有价证券的建议。

四、上海远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据上海远东资信评估有限公司内部信用评级标准和程序作出的独立判断,未因被评对象和其他任何组织及个人的任何影响改变评级意见。

五、本评级报告版权归上海远东资信评估有限公司所有,未经上海远东资信评估有限公司书面授权与许可,任何单位与个人不得复制、转载、散发、和出售报告的信息。