

泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司

2013 年 8 亿元公司债券信用评级报告

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

本报告及本次评级结果不能作为发行人发行债券，或债券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖或持有、放弃持有债券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司

2013 年 8 亿元公司债券信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA

评级展望：稳定

债券期限：7 年

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：8 亿元

评级时间：2013 年 05 月 09 日



评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司（以下简称“公司”）本次拟发行的 8 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该等级反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级是鹏元基于对公司的外部运营环境、经营状况、财务实力、政府支持等因素综合评估确定的。

主要财务指标：

项目	2012 年	2011 年	2010 年
总资产（万元）	586,846.75	493,697.43	377,155.16
归属母公司的所有者权益合计（万元）	387,577.54	329,869.24	238,628.81
资产负债率	33.53%	32.68%	36.06%
流动比率	0.91	1.19	1.39
速动比率	0.48	0.50	0.83
主营业务收入（万元）	84,227.08	73,029.78	49,656.66
营业利润（万元）	2,592.82	1,813.92	636.00
补贴收入（万元）	12,000.00	9,323.40	10,320.00
利润总额（万元）	12,902.65	11,124.41	10,773.66
总资产回报率	4.70%	4.51%	-
EBITDA（万元）	26,783.89	20,755.38	17,867.79
EBITDA 利息保障倍数	2.14	2.44	2.83
经营活动现金流净额（万元）	9,086.63	32,990.12	22,075.45

资料来源：公司审计报告

基本观点：

- 泰兴市近年来经济发展稳定，为公司发展提供了较好的外部环境；
- 公司近年土地整理开发收入逐年提升，基础设施和安置房建设的政府回购款逐步到位，为公司未来持续经营提供一定的资金保障；
- 公司作为泰兴市城西片区城市基础设施建设主体，得到地方政府在资产注入、政府补贴和融资支持等方面的大力支持。

关注：

- 泰兴市财政实力一般，上级补助及基金收入等占比较大；
- 公司未来几年在建项目较多，将面临一定的资金压力；
- 公司有息债务和其他应付款的规模较大，存在一定的到期偿债压力；
- 国有土地使用权在公司总资产中占比较高，该部分资产的流动性一般；
- 政府对公司回购款的支付到位时间具有一定的不确定性；
- 公司存在一定规模的对外担保，存在因担保对象违约而需要公司代偿的可能；
- 公司后续投资资金需求规模较大，对外部融资的依赖程度较高；
- 若本期债券发行成功，公司债务压力将进一步加大。

分析师

姓名：周璘 姚煜

电话：021-51035670

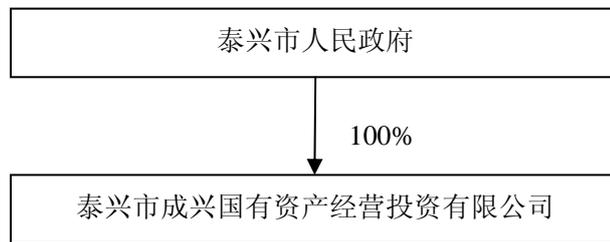
邮箱：zhoul@pyrating.cn

一、发行主体概况

公司成立于 2003 年 4 月 18 日，是经泰州市人民政府《关于同意设立泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司的批复》（泰政字[2003]7 号）批准，由泰兴市人民政府出资组建的国有独资公司，注册资本为人民币 14,800 万元。公司成立至今，注册资本和控股股东均未发生变更，其产权及控制关系如图 1 所示。

截至 2012 年 12 月 31 日，公司注册资本为 14,800 万元，泰兴市人民政府持有公司 100% 股权。公司产权及控制关系如下图所示：

图1 截至 2012 年 12 月 31 日公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司业务主要涉及两类：第一类为非经营性公益基础设施项目投资，涉及领域包括泰兴市城西片区土地整理、道路交通、教育医疗等基建项目投资；第二类为经营性业务：以安置房销售和污水处理业务为主。截至 2012 年底，公司纳入合并范围子公司共 2 家。

表1 截至2012年底公司纳入合并范围子公司情况

序号	子公司名称	注册资本 (万元)	经营范围	公司持股比例
1	泰兴市滨江污水处理总厂	3,000.00	污水处理	100.00%
2	泰兴市创源建设有限公司	6,000.00	公共基础设施建设、投资、开发； 工业厂房投资、租赁；资产投资经营；物业管理	60.00%

资料来源：公司审计报告

截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额 58.68 亿元，归属母公司的所有者权益合计 38.76 亿元；2012 年公司实现主营业务收入 8.42 亿元，补贴收入 1.20 亿元，利润总额 1.29 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 0.91 亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2013 年泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司公司债券（以下简称“本期债券”）；

发行规模：8亿元人民币；

债券期限和利率：本期债券为7年期固定利率债券；

还本付息的期限及方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第3、4、5、6、7年末，分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。

三、本次募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为8亿元，其中4.5亿元用于泰兴市外来务工人员安置工程，1.5亿元用于泰兴市滨江污水处理二期工程，2亿元泰兴经济开发区滨江大道建设工程项目。具体情况如下：

表2 募集资金用途情况（单位：万元）

项目名称	项目批文	总投资	募集资金使用额度	占总投资比例
泰兴市外来务工人员安置工程项目	泰发改投资[2012]184号	93,866.00	45,000.00	47.94%
泰兴市滨江污水处理二期工程项目	苏发改投资发[2008]948号	37,257.70	15,000.00	40.26%
泰兴经济开发区滨江大道建设工程项目	泰发改投资[2012]209号	41,149.00	20,000.00	48.60%
合计	-	172,272.70	80,000.00	-

资料来源：公司提供

（一）泰兴市外来务工人员安置工程项目

该项目已通过：泰兴市发展和改革委员会《关于泰兴市外来务工人员安置工程项目可行性研究报告的批复》（泰发改投资[2012]184号）批准。

该项目旨在解决泰兴市外来务工人员的住房、生活配套及子女教育等问题，具有一定的经济效益和社会效益。该项目位于福泰路西侧、通江河南侧、北一路北侧，规划用地面积135,491平方米。项目总建筑面积279,127平方米，主要建设16幢高层住宅、12幢中高层住宅，及单身公寓、便民服务中心、社区卫生服务站、文化活动中心、健身中心、食堂餐厅、幼儿园、配套服务设施等，项目建筑面积为37,953平方米，主要建设地下室、半地下室、人防工程。并配套建设相应的道路、绿化、垃圾收集、公厕、供电、供水、供气等公用设施。公司为该项目实施主体，项目总投资93,866万元，计划使用债券资金45,000万元，项目建设期为3年。

项目建成后，主要面向开发区内企业进行销售，预计五年内完成销售，实现销售收入 118,496 万元，税后内部收益率为 6.88%，兼具一定的经济效益。

该项目于 2012 年 4 月开工建设，截至 2013 年 4 月底，已完成投资额 19,741 万元。

(二) 泰兴市滨江污水处理二期工程项目

该项目已通过：江苏省发展和改革委员会《省发展改革委关于泰兴市滨江污水处理二期工程可行性研究报告的批复》（苏发改投资发[2008]948 号）批准。

泰兴市滨江污水处理二期工程项目旨在适应泰兴市经济社会发展需要，加快城市污水收集处理设施建设，改善水环境质量。该项目位于新港路东侧、洋思港北侧，用地规模约为 58 亩。二期工程设计规模为新增处理污水能力 7 万立方米/日，主要建设内容包括厂区和配套污水收集系统，同时对一期工程 3 万立方米/日污水处理设施进行改造。公司为该项目实施主体，项目总投资 37,257.70 万元，计划使用债券资金 15,000 万元，项目建设期为 2 年。

项目建成后的收益主要来源于污水处理收入和再生水回用收入，预计正常年收入达到 6,314 万元，具有一定的盈利能力和效益。

该项目于 2010 年 3 月开工建设，截至 2013 年 4 月底，一期工程 3 万立方米/日污水处理厂生化处理设施已改造完成，二期工程 4 万吨/日污水处理设施安装工程即将完成并调试，已完成投资金额 15,378 万元。

(三) 泰兴经济开发区滨江大道建设工程项目

该项目已通过：泰兴市发展和改革委员会《关于泰兴经济开发区滨江大道建设工程可行性研究报告的批复》（泰发改投资[2012]209 号）批准。

泰兴经济开发区滨江大道建设工程项目位于泰兴经济开发区内，南起虹桥工业园区，北至南三环路，规划用地面积 368,550 平方米。项目建设内容和规模为：滨江大道全线长 9.45 公里（含桥梁一座），宽 39 米。主要实施机非车道、人行道、雨污水管网、绿化、交通设施等。公司为该项目实施主体，项目总投资 41,149 万元，计划使用债券资金 20,000 万元，项目建设期为 21 个月。

该项目的建设是泰兴市城市总体规划和路网规划的要求，有利于进一步完善城市路网，改善开发区投资环境，促进周边地区的开发和土地增值，具有较好的社会效益。同时，为支持公司进行该项目的投资建设，泰兴市政府专门拨出 5 块土地合计 567.72 亩交由公司进行开发整理，并约定未来土地出让后除补偿公司土地开发成本外，净收益的 50% 返还公司作为投资滨江大道项目的成本补偿和投资回报。上述土地预计于 2016 年-2020 年完成出让，

预计公司将获得净收益 65,287.80 万元，具有一定的经济效益。

该项目于 2012 年 4 月开工建设，截至 2013 年 4 月底，已完成投资额 13,587 万元。

四、区域经济

泰兴市水陆交通便捷，具有一定的区域优势，近年来该市经济保持平稳较快发展

泰兴市是江苏省泰州市下辖的县级市，位于长江下游，江苏省苏中平原南部，处于江苏省南北中轴线上，西濒长江，与常州市、镇江市隔江相望。泰兴市拥有较好的区位优势，水陆交通较为便捷，京沪、宁通和盐靖高速公路，以及新长铁路穿境而过，拥有 25.20 公里的长江岸线，江阴长江大桥、泰州大桥将泰兴和上海和苏南地区连在一起，是长三角经济板块和上海、南京 2 小时都市圈的重要组成部分。截至 2012 年末，泰兴市辖 1 个街道办事处、14 个镇和 1 个乡，全市行政区域面积 1,175.59 平方公里，人口 121.22 万人。

表3 江苏省及下属各市 GDP 及增长速度（单位：亿元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	生产总值	增长率	生产总值	增长率	生产总值	增长率
1 苏州	12,000.00	10.00%	10,716.99	12.00%	9,228.91	13.30%
2 无锡	7,568.15	10.10%	6,880.15	11.60%	5,793.30	13.20%
3 南京	7,201.57	11.70%	6,145.52	12.00%	5,130.65	13.06%
4 南通	4,558.70	11.80%	4,080.22	12.10%	3,465.67	13.00%
5 徐州	4,016.58	13.20%	3,551.65	13.50%	2,942.14	14.01%
6 常州	3,969.80	11.50%	3,580.99	12.20%	3,044.89	13.10%
7 盐城	3,120.00	12.70%	2,771.33	12.80%	2,332.76	13.57%
8 扬州	2,933.20	11.70%	2,630.30	12.20%	2,229.49	13.49%
9 泰州（含泰兴市）	2,701.67	12.50%	2,422.61	12.10%	2,048.72	13.50%
10 镇江	2,630.10	12.80%	2,311.45	12.30%	1,987.64	13.30%
11 淮安	1,905.00	12.70%	1,690.00	13.20%	1,388.07	13.85%
12 连云港	1,603.42	12.70%	1,410.52	13.00%	1,193.31	13.60%
13 宿迁	1,516.77	13.00%	1,320.83	12.80%	1,064.09	13.70%
江苏省合计	54,058.20	10.10%	48,604.30	11.00%	40,903.30	12.60%

注：增长率按可比价格计算。

资料来源：公开资料

作为县级市，泰兴市整体经济实力较强，连续十二届跻身全国县域经济基本竞争力百强县（市）行列，2012 年排名第 51 位。尽管 2008-2010 年受金融危机影响，泰兴市地区生产总值增速有所放缓，但 2011 年起又恢复了较快的增长态势，2012 年泰兴市实现地区生产总

值543.55亿元，同比较上年增长为12.80%。

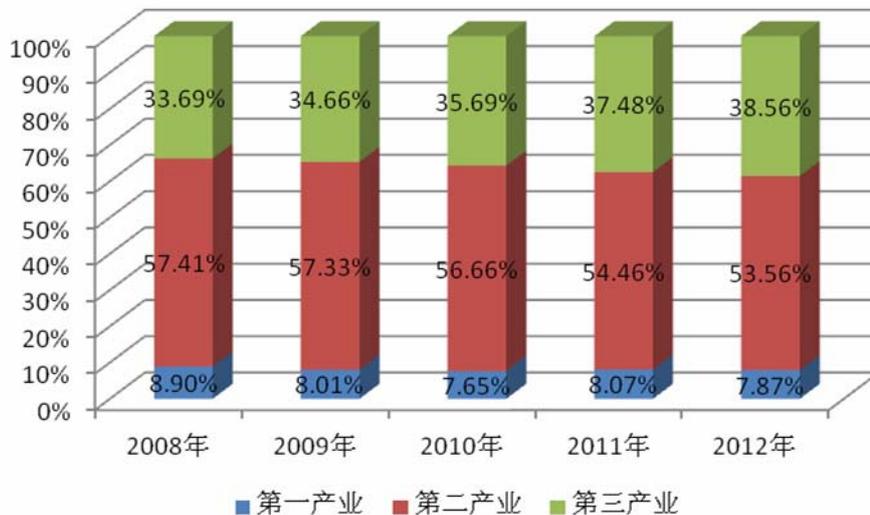
表4 2008-2012年泰兴市主要经济指标

项 目	2012年	2011年	2010年	2009年	2008年
地区生产总值（亿元）	543.55	486.39	400.28	337.07	290.17
较上年增长	12.80%	21.51%	18.75%	16.16%	13.57%
工业增加值（亿元）	365.97	294.87	233.22	164.75	139.73
固定资产投资（亿元）	261.10	213.78	336.63	250.68	186.79
社会消费品零售总额（亿元）	142.95	126.67	108.58	98.78	85.70
进出口总额（亿美元）	20.36	17.79	12.48	8.24	11.00
城镇居民人均可支配收入（元）	26,338	23,391	20,026	17,849	15,995

资料来源：泰兴市国民经济与社会发展统计公报

产业结构方面，第二产业是泰兴市经济发展的主要支柱，对地区经济贡献占比最大。近年来，受到国际金融危机影响，国内实体经济受到一定的冲击，泰兴市第二产业发展速度也有所放缓，其所占当地经济总量的比重呈小幅下降态势；但同时，第一产业和第三产业的比重有小幅上升，对地区经济所做的贡献有所增加。总体看，泰兴市整体产业结构仍保持稳定，基本建立了以第二产业和第三产业为主导的经济体系，产业结构合理。

图2 泰兴市 2008-2012年泰兴市国民经济产业结构图



资料来源：泰兴市国民经济与社会发展统计公报

工业方面，2010-2012年泰兴市分别完成工业增加值233.22亿元、294.87亿元和365.97亿元，保持了较快发展速度。泰兴市已基本建立了机电、化工和医药三大产业为主导的工业体系，近年来约占全市规模以上工业产值70%以上。

总体上看，泰兴市产业结构合理，近年地区生产总值持续增长，经济发展势头较好。

五、地方财政实力

泰兴市财政收入保持平稳增长，但房地产行业宏观调控力度加大等可能会对地区财政收入造成一定影响

2010-2012 年泰兴市全市财政总收入分别为 66.28 亿元、78.19 亿元和 88.87 亿元，近两年增长率分别为 17.97% 和 13.66%。受国内经济发展增速放缓影响，2012 年全市财政总收入的增速有所放缓。

2010-2012 年税收收入占一般预算收入的比重基本保持平稳，分别为 82.53%、78.21% 和 80.13%，税收收入在一般预算收入中占比大，反映了泰兴市一般预算收入的稳定性较好。2012 年在行政事业性收费收入和国有资源有偿使用收入的增长的带动下，非税收入也较上年继续增长；加之税收收入的逐年增加，一般预算收入近年来保持了较好的增长性。

近年专项转移支付收入持续上升，上级补助收入有所提高。政府性基金收入以国有土地使用权出让收入为主，2010-2012 年泰兴市国有土地使用权出让收入占政府性基金收入的 84.60%、91.24% 和 88.70%。近年随着泰兴市土地出让规模和土地出让价格的上升，政府性基金收入整体呈上升的态势。

表5 2010-2012 年泰兴市财政收入主要指标（单位：亿元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
一般预算收入	32.61	27.90	22.73
其中：税收收入	26.13	21.82	18.76
非税收入	6.48	6.09	3.97
上级补助收入	17.42	14.99	12.77
其中：返还性收入	3.49	3.36	3.29
一般性转移支付收入	3.27	2.54	1.32
专项转移支付收入	10.66	9.08	8.17
政府性基金收入	34.17	31.59	23.46
其中：土地出让收入	31.29	28.02	21.40
预算外收入	4.67	3.71	7.32
财政总收入	88.87	78.19	66.28

注：财政总收入=一般预算收入+上级补助收入+基金收入+预算外收入

资料来源：泰兴市财政局

需要关注的是，国有土地使用权出让金占财政总收入的比重较大，2010-2012 年分别为 32.29%、35.84% 和 35.21%，近年来，随着中央政府对房地产调控力度的不断深入，预计未来将会对该地区财政收入产生一定的影响。

六、经营与竞争

公司作为泰兴市政府授权对泰兴市城西片区进行经营、开发、建设、安置房的投资建设主体和国有资产运营管理平台，主要负责泰兴市城西片区的基础设施建设、土地整理开发、安置房建设、污水处理等任务。2010-2012 年公司各项业务收入结构如下表：

表6 公司 2010-2012 年主营业务收入构成情况（单位：万元）

业务类型	2012 年		2011 年		2010 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理收入	72,079.32	23.08%	58,904.40	23.08%	42,341.90	23.08%
公建项目收入	8,011.97	16.67%	-		5,435.03	16.67%
安置房收入	-		11,833.56	16.67%	-	
污水处理收入	4,135.79	27.81%	2,291.81	-3.40%	1,879.74	-2.73%
合计	84,227.08	22.70%	73,029.77	21.21%	49,656.67	21.40%

资料来源：公司审计报告

公司土地整理开发运作模式较为成熟，收益稳定

公司业务主要定位于为城西片区内的泰兴经济开发区入驻企业涉及用地进行土地平整以及在规划范围内对农村散落土地进行集中整治，近年来完成了泰兴市华帝电池有限公司、泰兴市电子器件厂、泰兴市群益玻璃制品有限公司、泰兴市神龙橡胶制品有限公司等企业的入驻前期土地整理开发以及大生村、蔡港村、杨思村、卢碾村等村落的土地综合整治。

公司土地开发整理运作模式较为成熟。根据公司与泰兴市政府签订的《土地一级开发委托协议》，由公司负责泰兴市城西片区的相关土地开发整理业务（包括征地、拆迁、补偿、人员安置、场地平整及城市配套设施），公司在完成相关土地开发整理后，泰兴市政府根据公司实际工作量和整理土地上市交易所形成的收益，支付给公司委托开发综合服务费，以公司项目开发成本的 30% 确认。公司按照土地开发完成后的项目成本的 130% 确认为土地整理收入，公司因承担土地开发而筹措的资金发生的借款利息支出由泰兴市政府另行根据公司实际情况给予适当贴息，计入补贴收入。该业务合作方为泰兴市政府，合作基础较为稳定。

2010-2012 年，公司分别实现土地整理收入 4.23 亿元、5.89 亿元和 7.21 亿元。2012 年，公司主营业务收入中 85.58% 为土地整理收入，毛利率为 23.08%，与往年持平。受当年土地整理收入增加影响，2012 年公司主营业务收入也随之增长。

公司承担了泰兴市城西片区较多基础设施建设，在建项目较多，主要以政府回购的形式收回成本

公司承担泰兴市城西片区道路交通、教育医疗等基础设施建设代建业务，项目建成后由政府回购。公司城建项目运营模式为：泰兴市政府相关部门将拟建项目委托给公司进行建设开发。项目启动资金由企业自筹解决，项目建成后主要通过政府回购的形式收回成本。项目完工后，按照一定比例（在项目审计工程总造价加上融资成本和一定的工程项目代建费确定）由泰兴市政府进行回购，2010-2012年，公司公建项目收入合计为1.34亿元，其中2011年该项业务未形成收入，主要系公司2011年未有基础设施建设项目完工，因此根据权责发生制核算，公司当年尚未形成公建项目收入。

公司目前承担的泰兴市城西片区城市基础设施建设项目中在建、拟建项目较多。2010-2012年间，公司已建成的公建项目有泰兴市滨江大桥和朝阳路及北延工程，累计投资为1.58亿元，项目确认得到的政府回购收入合计为1.34亿元。截至2012年末，公司在建项目主要包括泰兴开发区实验学校和实验幼儿园、泰兴沿江公路和泰兴经济开发区滨江大道等三个工程项目，计划投资总额为5.10亿元，已完成投资1.95亿元，未来存在一定的资金缺口和融资需求。

表7 2010-2012年公司已建、在建和拟建基础设施项目情况

项目名称	总投资(万元)	已投资(万元)	开工时间	计划完工时间	建设资金来源
泰兴市滨江大桥	3,243.47	3,243.47	2007	2009	自筹、拨款
朝阳路及北延工程	4,529.19	4,529.19	2008	2010	自筹、拨款
泰兴开发区闸南、闸北路	2,592.79	2,592.79	2008.2	2012.5	自筹、拨款
泰兴开发区瑞祥路、福泰路	2,602.21	2,602.21	2008.12	2012.12	自筹、拨款
泰兴开发区文化路	1,014.68	1,014.68	2009.2	2012.1	自筹、拨款
泰兴开发区开发路	1,802.30	1,802.3	2010.6	2012.2	自筹、拨款
已建成项目合计	15,784.64	15,784.64	-	-	-
泰兴开发区实验学校和实验幼儿园	7,859.60	6,873.58	2009.2	2013.1	自筹、拨款
泰兴市沿江公路	2,000.00	1,988.61	2009.2	2013.2	自筹、拨款
泰兴经济开发区滨江大道	41,149.00	10,675.81	2012.4	2014.1	自筹、拨款
在建和拟建项目合计	51,008.60	19,538.00	-	-	-

资料来源：公司提供

公司主要负责拆迁安置房的建设工作，并通过政府回购的方式运作，近年来公司拆迁安置房建设平稳，部分政府回购款已到位

公司的安置房开发建设业务主要系土地整理开发的配套业务，对泰兴市城西片区城市化发展过程中产生的新城市居民以及开发区内企业的外来务工人员进行安置。公司安置房

开发建设采取“以拆定建”的经营模式，即根据实际拆迁情况，来统筹安置房建设。公司土地通过招拍挂、财政支付土地价款或地区政府直接划拨而得。工程启动资金主要由公司自筹解决，安置房建成后由泰兴市政府进行回购，通常根据具体完工决算的项目安排回购资金，一般保证公司的毛利水平在15%-20%左右，公司所得资金部分再用于下一期安置房建设使用。

2010年以来，公司先后开发建设的安置房项目包括：石桥花园一期、石桥花园二期、城南公寓、泰兴市外来务工人员安置房项目等。截至2012年底，公司在建的安置房项目预计总投资合计约12.73亿元，截至2012年末已投入3.16亿元，后期建设仍存在较大的资金压力。此外，由于公司2012年未有安置房项目完工，因此根据权责发生制核算，公司当年尚未形成安置房销售收入。

表8 截至2012年底公司主要在建安置房项目投资概况

项目名称	总投资（万元）	已投资（万元）
石桥花园拆迁安置房（二期）	25,929.00	10,850.26
城南公寓	7,499.00	7,354.49
泰兴市外来务工人员安置房	93,866.00	13,411.26
合计	127,294.00	31,616.01

资料来源：公司提供

公司承担泰兴经济开发区内企业的工业废水和泰兴市城西片区的居民生活污水处理业务，随着近期泰兴市滨江污水处理总厂二期工程的实施，公司未来污水处理能力将大幅提升，年污水处理量和收入将有所增长

公司的污水处理业务主要由下属子公司泰兴市滨江污水处理总厂实施运营，负责对泰兴经济开发区内企业的工业废水和泰兴市城西片区的居民生活污水进行处理。

泰兴市滨江污水处理总厂一期工程于1999年6月开工建设，2001年6月投入运行，建成后污水处理能力为3万吨/日（2万吨生活污水，1万吨工业污水）。其后，随着泰兴市城西片区经济发展对水质要求的提高，以及泰兴经济开发区入驻企业的增加，原先一期产能不能满足当地经济发展的需要。为了进一步保护城市水质，改善环境质量，泰兴市滨江污水处理总厂二期工程于近年开始投资建设，项目总投资为3.73亿元。二期建成后，公司的污水处理能力将由原先的3万吨/日增加到10万吨/日。项目分为4万吨/日、3万吨/日两个阶段投建实施，预计到2013年末完工。二期工程建成后将较大程度地提升泰兴市滨江污水处理总厂的污水处理能力，污水处理收入也将显著提高；2009-2011年，公司污水处理业务处于亏损状态，由于污水处理价格由当地政府统一制定（目前平均单位工业污水处理价格5.50元/

吨)，2012年，该业务已经扭转亏损实现了盈利。

表9 2010-2012年公司污水处理业务情况

项目	2012年	2011年	2010年
全年处理工业废水（万吨）	749.00	479.00	423.00
全年处理生活污水（万吨）	1,095.00	555.00	386.00
污水处理收入（万元）	4,135.79	2,291.81	1,879.74
毛利率	27.81%	-3.40%	-2.73%

资料来源：公司提供

公司的每年的租金收入可对主营业务收入形成一定的补充

此外，公司还存在少量的房屋租赁收入，系将泰兴经济开发区内公司名下的行政综合楼整租给泰兴经济开发区管委会，租赁面积为2.91万平方米，租金价格为43元/平方米/月，每年能形成约1,500万元左右的租金收入，该项业务收入的稳定性较高，能对公司收入形成一定的补充。

公司在资产注入、财政补贴和融资支持等多方面得到了地方政府的大力支持，但公司目前在建项目资金需求较多，面临一定资金压力

近年来，公司建设的安置房、道路交通、污水处理等多个项目面临较大的投资支出，截至2012年末，公司在建项目中后续还需投资金额约为14.99亿元，面临一定的资金压力。因此泰兴市政府近年来通过资产注入和财政补贴等对公司予以大力支持。

表10 截至2012年末公司主要在建业务投资进度情况（单位：万元）

项目名称	总投资金额	已投资金额	尚需投资金额
公建项目	51,008.60	19,538.00	31,470.60
安置房	127,294.00	31,616.01	95,677.99
污水处理	37,257.70	14,456.69	22,801.01
合计	215,560.30	65,610.70	149,949.60

资料来源：公司提供

2009-2012年间，依据泰兴市人民政府泰政复[2010]3号文件、泰政复[2011]5号文件、泰政复[2012]2号文件、泰政复（2012）189号，泰兴市政府合计向公司注入21宗土地，合计土地使用权面积54.12万平方米，以评估价值32.83亿元，计入公司资本公积，这些土地资产的注入提升了公司的资产规模和融资能力。

表11 截至2012年末公司主要土地资产情况

序号	土地证编号	地块面积 (平方米)	地块性质	用地性质	总价 (万元)
1	泰国用(2009)第442875号	21,425.75	出让	商业、住宅	13,658.92
2	泰国用(2009)第449314号	21,623.00	出让	商业、住宅	13,782.50
3	泰国用(2009)第441829号	7,333.00	出让	商业、住宅	4,239.94
4	泰国用(2009)第430442号	143,770.67	出让	商业、住宅	89,770.41
5	泰国用(2010)第440533号	19,800.00	出让	商业、住宅	12,477.96
6	泰国用(2010)第449313号	35,897.00	出让	商业、住宅	24,596.62
7	泰国用(2010)第443389号	13,285.00	出让	商业、住宅	9,101.55
8	泰国用(2010)第342380号	14,782.87	出让	商业、住宅	10,343.57
9	泰国用(2010)第3400174号	7,344.72	出让	商业、住宅	4,564.74
10	泰国用(2010)第446979号	9,947.00	出让	商业、住宅	6,658.52
11	泰国用(2010)第445351号	7,439.00	出让	商业、住宅	5,150.76
12	泰国用(2010)第441831号	12,539.00	出让	商业、住宅	8,574.17
13	泰国用(2011)第442415号	22,708.40	出让	商业、住宅	16,386.38
14	泰国用(2011)第349311号	36,826.21	出让	商业、住宅	26,717.42
15	泰国用(2011)第441835号	51,006.00	出让	商业、住宅	36,994.65
16	泰国用(2012)第0011号	18,014.09	出让	商业、住宅	13,175.51
17	泰国用(2012)第0012号	10,378.57	出让	商业、住宅	7,523.43
18	泰国用(2012)第0013号	18,000.00	出让	商业、住宅	13,318.20
19	泰国用(2012)第0014号	15,090.00	出让	商业、住宅	10,938.74
20	泰国用(97)字第440018号	33,963.30	划拨	工业用地	192.28
21	泰国用(2000)字第440021号	20,000.00	划拨	工业用地	113.23
合计		541,173.58		-	328,279.50

资料来源：公司提供

在获得资产注入的同时，政府在资金上面也给予公司一定支持。2010-2012年，公司获得政府补贴收入分别为1.03亿元、0.93亿元和1.20亿元，已构成公司利润的重要来源。公司各项补贴收入与具体项目挂钩，根据项目施工进度及财政补贴模式不同，公司获得的各项补贴收入也有所变动，因此预计公司未来的补贴收入也可能呈现一定的波动。

综合看，尽管公司在资产注入、财政补贴和融资支持等多方面得到了地方政府的大力支持，但公司在建项目较多，未来资金总需求预计约超过14亿元，虽然可以通过公司自筹、银行借款、政府回购等方式筹集资金，但仍面临一定资金压力。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经江苏苏亚金诚会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2010-2012 年的审计报告。公司 2010-2012 年审计报告均按旧会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模保持较快增长，资产结构符合其主业经营特征，整体资产质量尚好

2010-2012 年，公司资产规模增长速度较快，公司资产规模扩大主要系无形资产中土地使用权规模的大幅增加，同时存货中拆迁项目成本和在建工程规模也维持在较大规模所致。

2012年末，公司资产以非流动资产为主，流动资产比重为24.72%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。公司货币资金中，限制性保证金存款为1.24亿元，占50.22%，剩余部分能在一定程度满足公司日常资金支付的需要。当年末公司的其他应收款欠款对象主要是与开发区内企业的工程往来款；从账龄分布来看，34.80%在1年以内，36.89%在1-2年，17.93%在2-3年，部分资金占用时间较长，可能对公司的资金流转造成的负面影响需要关注。公司年末存货较上年有所下降，主要为土地整理开发业务产生的拆迁项目成本。

表12 2010-2012 年公司主要资产构成（单位：万元）

项 目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
货币资金	24,693.31	4.21%	11,571.60	2.34%	16,067.66	4.26%
其他应收款	49,452.19	8.43%	42,535.00	8.62%	50,839.78	13.48%
存货	68,824.18	11.73%	78,152.08	15.83%	45,331.33	12.02%
流动资产合计	145,082.09	24.72%	133,560.08	27.05%	112,827.40	29.92%
固定资产净额	32,663.33	5.57%	28,584.90	5.79%	27,671.49	7.34%
在建工程	78,664.70	13.40%	47,099.09	9.54%	32,350.55	8.58%
无形资产	328,279.51	55.94%	283,332.15	57.39%	203,242.23	53.89%
非流动资产合计	441,764.66	75.28%	360,137.35	72.95%	264,327.76	70.08%
资产总计	586,846.75	100.00%	493,697.43	100.00%	377,155.16	100.00%

资料来源：公司审计报告

2012年末，公司非流动资产占75.28%，主要为固定资产、在建工程和无形资产。公司的固定资产主要为房屋建筑物和污水处理厂的机器设备。此外，随着公司各项工程的不断启动推进，近年来公司的在建工程金额不断增长，当年末，公司在建工程增至7.87亿元，较上年增长67.02%，主要为基建项目，且公司采取代建回购的形式确认工程项目回购收入，

其建设资金相对有保障，但政府回购资金落实时间存在不确定性。公司的无形资产全部为土地使用权，近三年来，政府不断通过对公司土地资产注入，以提升公司的资产规模和融资能力，2010-2012公司无形资产呈逐年增长的态势。

整体看来，公司的资产规模增长较快，主要源自存货、在建工程和无形资产的增加，此外，国有土地使用权在公司总资产中占比较高，该部分资产的流动性一般。

盈利能力

公司主营业务收入规模呈逐年增长，毛利水平相对稳定；但预计未来补贴收入的波动将对公司盈利产生一定影响

近年来，随着公司土地整理开发业务的增加，公司的主营业务收入保持了较快的增长速度，近三年分别为 4.97 亿元、7.30 亿元和 8.42 亿元。2012 年，公司主营收入主要以土地整理收入、公建项目收入和污水处理收入构成，分别占 85.58%、9.51%和 4.91%。

公司主业毛利近三年来整体保持平稳，2010-2012年公司主营业务毛利率分别为 21.40%、21.21%和22.70%，主要系公司主业经营工程项目的政府回购款定价大部分系通过成本加成一定比例的工程代建费用确定，盈利空间相对稳定。

表13 2010-2012年公司盈利能力指标（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
主营业务收入	84,227.08	73,029.78	49,656.66
营业利润	2,592.82	1,813.92	636.00
补贴收入	12,000.00	9,323.40	10,320.00
利润总额	12,902.65	11,124.41	10,773.66
净利润	12,752.43	11,141.97	10,779.77
主营业务毛利率	22.70%	21.21%	21.40%
期间费用率	15.97%	14.59%	15.57%
总资产回报率	4.70%	4.51%	-

资料来源：公司审计报告

公司的期间费用主要由管理费用和财务费用构成，近年来，随着公司有息债务规模的扩大，公司的财务费用呈快速增长态势，2010-2012年分别为6,982.05万元、9,871.99万元和 11,421.45万元，一定程度限制了公司盈利的增长空间；但整体看来，期间费用支出与公司的收入规模的增长仍较为匹配，公司近三年的期间费用率分别为15.57%、14.59%和15.97%，相对较为稳定。

此外，除了每年主营业务收益，补贴收入逐渐成为公司利润总额的重要来源，但近年来存在一定波动，主要是因为公司补贴收入大部分与项目挂钩，随着项目建设内容的变化，补贴收入也会有一定变动。

综合来看，近年来公司主营业务收入呈快速增长，毛利水平相对保持稳定；但预计未来受补贴收入变动影响，公司每年的盈利能力也将有所波动。

现金流

公司后续投资资金需求规模较大，经营性现金流不足以覆盖公司的投资环节的资金缺口，对外部融资的依赖程度较高

公司2012年来经营活动现金流量净额呈波动下降态势，一方面系公司的主营业务收入获得现金流入有所减少，另一方面是公司的关联方资金往来也削弱了公司经营性现金流的稳定性；投资活动方面，近三年来，随着多个在建工程项目的施工进度的不断开展，公司投资活动现金流整体呈净流出状态。筹资活动方面，近年来，公司主要通过银行借款的方式筹集资金，可有效满足公司投资环节的资金需求。

未来几年，公司在建项目较多，仍将面临一定资金压力。同时，泰兴市政府给予公司的支持力度较大，每年根据项目投建进度给予公司一定的项目回购款，能对公司各项投资建设项目的持续进行形成有效的资金保障；公司良好的企业信誉和政府背景使得其具备良好的融资能力，也能对各项债务的及时偿付形成保障。

总体看来，公司后续投资资金需求规模较大，经营性现金流不足以覆盖公司的投资环节的资金缺口，对外部融资的依赖程度较高。

表14 2010-2012年公司现金流情况（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
经营活动现金流入小计	102,749.47	125,496.12	73,548.04
经营活动现金流出小计	93,662.84	92,506.00	51,472.59
经营活动产生的现金流量净额	9,086.63	32,990.12	22,075.45
投资活动现金流入小计	75.70	-	100.00
投资活动现金流出小计	30,847.62	19,075.79	18,997.98
投资活动产生的现金流量净额	-30,771.92	-19,075.79	-18,897.98
筹资活动现金流入小计	122,975.94	13,436.28	39,505.04
筹资活动现金流出小计	88,168.94	31,846.67	35,287.54
筹资活动产生的现金流量净额	34,807.00	-18,410.39	4,217.50

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

近年来公司负债总额逐年提升，偿债压力不断增大

公司实收资本为1.48亿元，近年来每年可形成一定的经营积累，加之近年来泰兴市政府不断通过土地资产注入的方式，充实公司的自有资本，2010-2012年公司归属母公司的所有者权益合计分别为23.86亿元、32.99亿元和38.76亿元，资本实力逐年增强。

近年来，随着公司对安置房项目、基建项目投资建设规模的扩大，公司的债务融资规模也相应增大，2010-2012年公司负债总额分别为13.60亿元、16.13亿元和19.68亿元。从债务构成来看，主要以流动负债为主。2012年末，公司流动负债占比为81.19%，主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的长期负债构成。公司的短期借款全部为银行借款，主要用于补充公司的流动资金，近年来，随着公司资金需求量的增加而增长。公司应付票据和应付账款主要为应付工程款，账龄大多在2年以下，得益于公司较好的政府信用背景，议价能力相对较强，施工单位通常能给予公司较长的付款信用期。公司近年来其他应付款快速增长，2010-2012年分别为4.61亿元、7.44亿元和9.38亿元，主要为公司和当地政府、政府下属企业以及当地其他企业间的资金融通。

表15 2010-2012年公司负债结构（单位：万元）

项 目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
短期借款	13,500.00	6.86%	10,625.00	6.59%	12,500.00	9.19%
应付票据	12,300.00	6.25%	4,000.00	2.48%	-	-
应付账款	24,246.12	12.32%	14,333.61	8.88%	18,029.92	13.26%
其他应付款	93,791.90	47.67%	74,386.90	46.11%	46,070.74	33.87%
一年内到期的长期负债	7,100.00	3.61%	-	-	-	-
流动负债合计	159,749.24	81.19%	111,904.52	69.36%	81,143.41	59.66%
长期借款	26,472.95	13.45%	41,225.13	25.55%	49,416.86	36.33%
长期应付款	10,537.01	5.36%	8,200.02	5.08%	5,450.00	4.01%
非流动负债合计	37,009.95	18.81%	49,425.15	30.64%	54,866.86	40.34%
负债合计	196,759.19	100.00%	161,329.67	100.00%	136,010.27	100.00%

资料来源：公司审计报告

2012年末，公司的非流动负债占比为18.81%，主要由长期借款和长期应付款构成。公司的长期借款主要为长期项目贷款，借款期限在2-5年。公司的长期应付款主要为滨江污水处理总厂二期工程政府拨款，为政府支持资金，可视为收益性负债，基本无偿还压力。综

合看来，公司的融资渠道主要为银行借款、商业信用和政府支持，其中绝大部分为银行借款，刚性负债比重偏高，随着借款规模的扩大，公司的偿债压力将不断增大。

近年来，在政府不断对公司进行土地资产注入的情况下，公司的资产负债率维持在较低水平，2010-2012年分别为36.06%、32.68%和33.53%，尽管土地资产短期内不具备良好的变现能力，但有效提升公司的融资能力，增强公司的财务弹性。

表16 2010-2012年公司主要偿债能力指标

项目	2012年	2011年	2010年
资产负债率	33.53%	32.68%	36.06%
流动比率	0.91	1.19	1.39
速动比率	0.48	0.50	0.83
EBITDA（万元）	26,783.89	20,755.38	17,867.79
EBITDA 利息保障倍数	2.14	2.44	2.83
经营活动现金流量净额（万元）	9,086.63	32,990.12	22,075.45

资料来源：公司审计报告

在资产流动性方面，2010-2012年公司的流动比率分别为1.39、1.19和0.91，随着公司短期债务规模的扩大，公司流动资产对短期负债的保障程度有所下降；此外，由于公司的流动资产中由动拆迁成本构成的存货比重较高，变现能力较差，加之近年来存货规模不断扩大，因此公司的速动比率一直维持在较低水平，近三年分别为0.83、0.50和0.48。总体看，公司的流动资产变现能力不强，而流动负债中刚性负债的比重偏高，公司的短期偿债压力较大。

随着公司近年来对外融资规模的扩大，每年的利息支出规模相应增加，EBITDA利息保障倍数呈现一定的下降趋势，但作为政府性平台，泰兴市政府对公司经营能提供较多支持，整体筹资能力较强，能对公司有息债务的本息偿付提供有效的保障。

八、或有事项

截至2012年12月31日，公司对外担保金额总计为5.85亿元，占公司当年末净资产比例为15%，具体明细如下表。从担保对象来看，主要是泰兴市当地实力较强的民营企业和市政工程项目施工方，目前看来，公司的净资产对目前或有负债的保障程度较强，整体担保风险可控。

表17 截至2012年末公司对外担保情况

被担保方	担保金额（万元）	担保方式
------	----------	------

江苏泰丰化工有限公司	14,500.00	保证担保
泰兴市扬子医药化工有限公司	7,000.00	保证担保
江苏中丹集团股份有限公司	3,000.00	保证担保
江苏中丹化工进出口有限公司	2,000.00	保证担保
江苏中丹集团股份有限公司	6,000.00	保证担保
泰州市过船港务有限公司	1,000.00	保证担保
江苏瑞和化肥有限公司	2,000.00	保证担保
江苏源丰建设有限公司	11,500.00	保证担保
江苏金禾建设工程有限公司	3,500.00	保证担保
泰兴远东乙醛酸	2,000.00	保证担保
泰州市正大化工	3,000.00	保证担保
泰兴永志电子器材有限公司	3,000.00	保证担保
合计	58,500.00	

资料来源：公司提供

九、本期债券条款分析

（一）本期债券偿还计划

本期债券拟发行规模为人民币8亿元，每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第3、4、5、6、7年末，分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。

（二）本期债券偿债资金来源

募投项目未来的收益是本期债券还本付息资金的主要来源。本期债券募集资金投资项目为泰兴市外来务工人员安置工程项目、泰兴市滨江污水处理二期工程项目和泰兴经济开发区滨江大道建设工程项目共三个项目。其中，泰兴市外来务工人员安置工程项目建成后面向开发区内企业定向销售，预计五年带来 11.85 亿元的销售收入，项目税后内部收益率为 6.88%；泰兴市滨江污水处理二期工程项目的收益主要来源于项目建成后的污水处理收入和再生水回用收入，预计项目完工后正常年收入 6,314 万元，税后内部收益率为 8.7%；泰兴经济开发区滨江大道建设工程项目作为贯穿开发区的南北向主干道，预计建成后将为公司带来五年 6.5 亿元的土地开发净收益。总体来看，本期债券募投项目均能带来直接或间接的经济效益，从而为本期债券按期偿付提供重要资金来源。

公司较好的盈利能力也是本期债券还本付息资金的重要来源。随着泰兴市西区开发的持续推进，公司承接的业务将持续增多，市政府对公司的支持力度也将持续增大，从而使公司的资产规模进一步扩大，盈利能力进一步增强。

截至 2012 年末，公司资产总额 586,846.75 万元，所有者权益为 390,087.56 万元。公司资产结构优良，拥有已确权商住用地逾 700 亩，公允价值超过 30 亿元，具有一定的变现能力。2010 年、2011 年和 2012 年公司分别实现主营业务收入 49,656.66 万元、73,029.78 万元和 84,227.08 万元，归属于母公司净利润分别为 10,779.77 万元、11,141.97 万元和 12,752.43 万元，经营活动产生的现金流量净额分别为 22,075.45 万元、32,990.12 万元和 9,086.63 万元，表明公司具有良好的盈利能力和现金回收能力，可在较大程度保证本期债券的还本付息。

（三）本期债券主要偿债风险

泰兴市财政实力一般，上级补助及基金收入等占比较大，泰兴市财政状况变化将在一定程度上影响其对公司的支持力度。公司收入主要来源于土地整理收入和公建项目收入，相关业务收入易受政府政策和当地房地产市场影响而存在波动。2012 年末公司土地资产占公司总资产的比重为 55.94%，所占总资产比重较大，土地资产质量易受土地出让市场的影响。公司利润对政府补助有一定的依赖性，盈利的可持续性易受当地经济与政府财政状况影响。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2012 年末	2011 年末	2010 年末
货币资金	24,693.31	11,571.60	16,067.66
应收票据	-	113.93	-
应收账款	466.22	323.78	224.93
其他应收款	49,452.19	42,535.00	50,839.78
预付账款	1,646.19	863.69	363.69
存货	68,824.18	78,152.08	45,331.33
流动资产合计	145,082.09	133,560.08	112,827.40
长期股权投资	2,107.49	1,073.49	1,063.49
长期投资合计	2,107.49	1,073.49	1,063.49
固定资产原价	38,255.58	32,818.92	30,782.92
减：累计折旧	5,592.24	4,234.02	3,111.43
固定资产净值	32,663.33	28,584.90	27,671.49
固定资产净额	32,663.33	28,584.90	27,671.49
工程物资	49.63	47.72	-
在建工程	78,664.70	47,099.09	32,350.55
固定资产合计	111,377.67	75,731.71	60,022.04
无形资产	328,279.51	283,332.15	203,242.23
无形资产及其他资产合计	328,279.51	283,332.15	203,242.23
资产总计	586,846.75	493,697.43	377,155.16
短期借款	13,500.00	10,625.00	12,500.00
应付票据	12,300.00	4,000.00	-
应付账款	24,246.12	14,333.61	18,029.92
预收账款	2.00	0.20	-
应交税金	7,215.42	8,216.95	4,381.54
其他应付款	304.39	341.87	161.22
其他应付款	93,791.90	74,386.90	46,070.74
预提费用	1,289.42	-	-
一年内到期的长期负债	7,100.00	-	-
流动负债合计	159,749.24	111,904.52	81,143.41
长期借款	26,472.95	41,225.13	49,416.86
长期应付款	10,537.01	8,200.02	5,450.00
长期负债合计	37,009.95	49,425.15	54,866.86

负债合计	196,759.19	161,329.67	136,010.27
少数股东权益	2,510.02	2,498.52	2,516.08
实收资本	14,800.00	14,800.00	14,800.00
实收资本净额	14,800.00	14,800.00	14,800.00
资本公积	332,519.19	287,563.31	207,464.86
盈余公积	4,025.84	2,750.59	1,636.40
未分配利润	36,232.52	24,755.34	14,727.56
所有者权益合计	387,577.54	329,869.24	238,628.81
负债及所有者权益总计	586,846.75	493,697.43	377,155.16

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
一、主营业务收入	84,227.08	73,029.78	49,656.66
减：主营业务成本	65,107.79	57,542.21	39,030.88
主营业务税金及附加	4,493.34	3,961.46	2,663.34
二、主营业务利润	14,625.95	11,526.11	7,962.44
加：其他业务利润	1,416.62	945.27	407.58
减：管理费用	2,028.30	785.47	751.97
财务费用	11,421.45	9,871.99	6,982.05
三、营业利润	2,592.82	1,813.92	636.00
加：投资收益	-	-	100.00
补贴收入	12,000.00	9,323.40	10,320.00
营业外收入	103.91	31.73	10.40
减：营业外支出	1,794.08	44.63	292.74
四、利润总额	12,902.65	11,124.41	10,773.66
减：所得税	138.73	-	-
少数股东损益	11.50	-17.56	-6.11
五、净利润	12,752.43	11,141.97	10,779.77

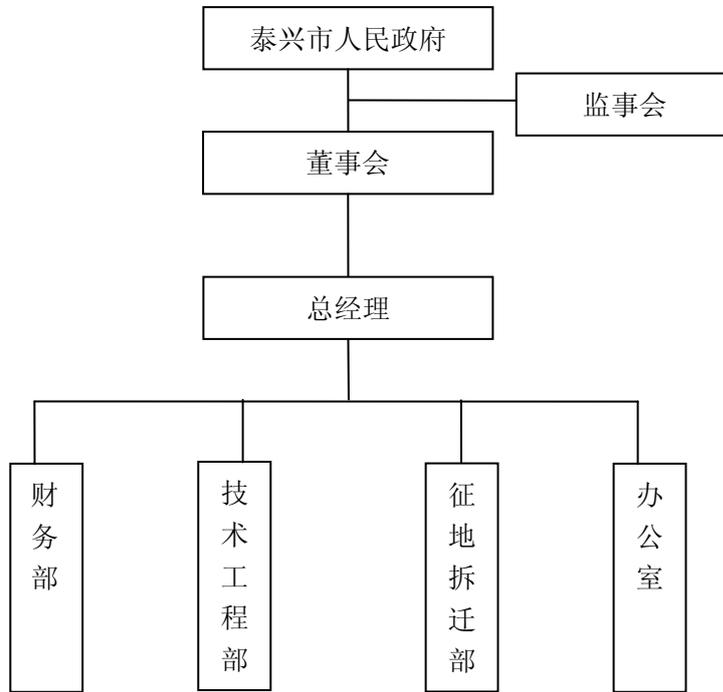
附录三-1 现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
销售商品、提供劳务收到的现金	84,901.16	73,320.04	49,985.53
收到的其他与经营活动有关的现金	17,848.31	52,176.08	23,562.51
现金流入小计	102,749.47	125,496.12	73,548.04
购买商品、接受劳务支付的现金	51,599.08	90,070.22	42,248.23
支付给职工以及为职工支付的现金	536.04	423.47	337.91
支付的各项税款	8,310.44	32.41	160.62
支付的其他与经营活动有关的现金	33,217.28	1,979.91	8,725.83
现金流出小计	93,662.84	92,506.00	51,472.59
经营活动产生的现金流量净额	9,086.63	32,990.12	22,075.45
取得投资收益所收到的现金	-	-	100.00
收到的其他与投资活动有关的现金	75.70	-	-
现金流入小计	75.70	-	100.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	29,031.12	18,565.79	18,997.98
投资所支付的现金	1,034.00	10.00	-
支付的其他与投资活动有关的现金	782.50	500.00	-
现金流出小计	30,847.62	19,075.79	18,997.98
投资活动产生的现金流量净额	-30,771.92	-19,075.79	-18,897.98
取得借款所收到的现金	70,600.00	10,686.26	34,055.04
收到的其他与筹资活动有关的现金	52,375.94	2,750.02	5,450.00
现金流入小计	122,975.94	13,436.28	39,505.04
偿还债务所支付的现金	74,582.50	20,772.86	27,754.29
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	13,505.75	11,073.81	7,533.25
支付的其他与筹资活动有关的现金	80.69	-	-
现金流出小计	88,168.94	31,846.67	35,287.54
筹资活动产生的现金流量净额	34,807.00	-18,410.39	4,217.50
现金及现金等价物净增加额	13,121.71	-4,496.06	7,394.97

附录三-2 现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
净利润	12,752.43	11,141.97	10,779.77
加：少数股东收益	11.50	-17.56	-6.11
加：计提的资产减值准备	9.98	6.17	8.59
固定资产折旧	1,359.02	1,122.59	771.24
无形资产摊销	8.53	8.53	8.53
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（减：收益）	-1.62	-	134.97
财务费用	14,081.18	8,519.72	6,324.48
投资损失（减：收益）	-	-	-100.00
存货的减少（减：增加）	9,327.90	-32,820.74	-3,729.54
经营性应收项目的减少（减：增加）	-6,955.68	11,694.99	15,625.90
经营性应付项目的增加（减：减少）	-21,506.59	33,334.44	-7,742.39
经营活动产生的现金流量净额	9,086.63	32,990.12	22,075.45

附录四 公司组织机构图



附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	主营业务利润率	$\text{主营业务利润} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	主营业务净利率	$\text{净利润} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{主营业务成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{主营业务收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期主营业务收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期主营业务成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{主营业务成本} / 360)$
	主营业务收入/营运资金	$\text{主营业务收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{主营业务收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资产适合率	$(\text{长期负债} + \text{所有者权益}) / \text{长期资产} \times 100\%$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的长期借款}$
	资本负债率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
	EBITDA利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{主营业务收入净额}$

附录六 信用等级符号及定义

（一）中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

（二）债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

（三）展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。