

丹阳投资集团有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2013年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我公司对贵公司“12丹投债”、“13丹投债01”、“13丹投债02”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AA的主体信用等级，评级展望为稳定，维持公司债券AA+的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一四年六月二十七日

丹阳投资集团有限公司 2014 年跟踪评级报告

受评对象 丹阳投资集团有限公司
本次主体信用等级 AA 评级展望 稳定
上次主体信用等级 AA 评级展望 稳定

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债 项信用 等级	上次债 项信用 等级
12 丹投债	15	2012.3.6~2019.3.6	AA ⁺	AA ⁺
13 丹投债 01	8	2013.10.23~2020.10.23	AA ⁺	AA ⁺
13 丹投债 02	8	2013.10.23~2019.10.23	AA ⁺	AA ⁺

注：“12 丹投债”、“13 丹投债 01”、“13 丹投债 02”分别由中国投融资担保有限公司（以下简称“中投保”）、重庆市三峡担保集团有限公司（以下简称“三峡担保”）、江苏省信用再担保有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

概况数据

丹阳投资	2011	2012	2013
总资产(亿元)	196.43	286.05	358.99
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	118.35	172.74	175.76
总负债(亿元)	78.08	113.31	183.23
总债务(亿元)	58.49	79.38	148.98
主营业务收入(亿元)	15.32	20.19	28.71
EBIT(亿元)	3.29	7.13	4.46
EBITDA(亿元)	6.08	11.58	10.06
经营活动净现金流(亿元)	13.89	-1.33	1.21
主营业务毛利率(%)	10.78	30.29	20.51
EBITDA/主营业务收入(%)	39.69	57.34	35.04
总资产收益率(%)	1.84	2.95	1.24
资产负债率(%)	39.75	39.61	51.04
总资本化比率(%)	33.07	31.48	45.88
总债务/EBITDA(X)	9.62	6.86	14.81

注：1、2011~2013 年审计报告均按照旧会计准则编制；2、公司收到丹阳市政府财政贴息导致每年利息支出与总债务不匹配。

中投保	2010	2011	2012	2013.6
总资产(亿元)	62.34	72.21	95.76	88.36
担保损失准备金(亿元)	2.44	2.98	4.52	3.06
所有者权益(亿元)	49.69	51.61	54.51	55.38
在保余额(亿元)	334.20	711.24	974.10	984.66
年新增担保额(亿元)	184.00	574.00	543.10	--
担保业务收入(亿元)	1.89	4.21	5.65	3.10
投资收益(亿元)	1.65	3.28	4.65	2.45
净利润(亿元)	1.52	3.01	3.04	1.45
平均资本回报率(%)	3.31	5.95	5.73	--
累计代偿率(%)	0.40	0.06	1.05	--
核心资本放大倍数(X)	6.53	13.22	16.71	17.10
净资产放大倍数(X)	6.73	13.78	17.87	17.78

注：1、累计代偿率为三年累计代偿率；2、2010-2012 年末以及 2013 年 6 月末，报送监管的融资性担保放大倍数（间接融资性担保以及公共融资类担保余额合计/净资产）分别为 5.70、4.92、6.07 和 5.60 倍；

基本观点

中诚信国际维持丹阳投资集团有限公司（以下简称“丹阳投资”或“公司”）的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“12 丹投债”、“13 丹投债 01”、“13 丹投债 02”的信用等级为 AA⁺。

中诚信国际肯定了丹阳市很强的经济和财政实力，公司在丹阳市的土地、基建和水务业务的垄断地位，化工业务发展前景良好等因素对公司信用实力的有力支撑。同时，中诚信国际也关注到公司资本支出压力较大、对外担保金额较大以及总债务增加较大等因素对公司未来整体信用状况的影响。此外，中诚信国际还考虑了中国投融资担保有限公司、重庆市三峡担保集团有限公司、江苏省信用再担保有限公司提供的全额不可撤销连带责任保证担保对“12 丹投债”、“13 丹投债 01”、“13 丹投债 02”还本付息的保障作用。

优势

- **很强的经济和财政实力。**丹阳市眼镜、五金工具、木业、装备制造等优势产业使其在国内县域经济竞争中处于领先地位。近年来，丹阳市经济发展水平持续提升，财政实力不断增强，为区域内的基础设施建设提供了坚实的资金基础。
- **区域垄断的经营业务。**公司是丹阳市唯一具有土地整理开发职能的国有企业，也是丹阳市最重要的基础设施建设投资主体；同时，公司负责运营丹阳市供水以及城区污水处理业务，拥有完整的管网资源，上述业务为公司提供了相对平稳的现金流。
- **化工业务发展前景良好。**公司化工业务在煤制乙二醇方面实现突破，具备领先的技术优势，业务发展前景良好。
- **有效的偿债保障措施。**“12 丹投债”、“13 丹投债 01”、“13 丹投债 02”分别由中国投融资担保有限公司、重庆市三峡担保集团有限公司、江苏省信用再担保有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，该担保措施对债券的还本付息起到了很强的保障作用。

关注

- **资本支出压力较大。**公司作为丹阳市的基础设施投资、建设、经营的主要实施单位，将配合丹阳市“十二五”规划，在旧城区改造、环境治理以及供排水设施建设方面投入大量资金，公司未来资金需求旺盛，投融资压力较大。

三峡担保	2010	2011	2012
资产合计(亿元)	39.66	51.44	57.91
担保损失准备金合计(亿元)	5.79	6.80	10.16
所有者权益合计(亿元)	27.82	35.46	38.82
担保业务收入(亿元)	3.00	4.02	5.93
投资收益(亿元)	0.30	0.81	1.07
净利润(亿元)	0.67	3.39	4.55
在保余额*(亿元)	113.03	232.52	396.49
年新增担保额*(亿元)	47.30	170.01	282.88
平均资本回报率(%)	2.68	10.73	12.24
累计代偿率(%)*	1.30	1.33	0.96
核心资本放大倍数(X)	4.20	6.41	8.92
净资产放大倍数(X)	4.98	7.53	11.11

江苏再担保	2010	2011	2012
总资产(万元)	2,739.04	4,697.03	6,010.45
担保准备金(万元)	51.74	215.71	475.24
所有者权益(万元)	2,645.77	3,702.63	4,281.80
在保余额(万元)	15,135.31	45,181.26	77,897.94
其中:直保在保余额(万元)	3,176.50	10,091.10	16,176.27
再保在保余额(万元)	11,958.81	35,090.16	61,721.68
当年新增担保额(万元)	--	--	--
担保业务收入(万元)	60.33	153.93	250.13
利息收入(万元)	46.78	165.58	216.14
投资收益(万元)	16.90	23.39	38.87
净利润(万元)	59.77	133.62	196.39
平均资本回报率(%)	--	4.21	4.92
累计代偿率(%)	--	--	--
核心资本放大倍数(X)	5.81	12.02	17.02
净资产放大倍数(X)	5.72	12.20	18.19

- **对外担保金额较大。**公司对外担保金额较大,若被担保企业未来持续正常经营出现风险,公司存在因被担保企业不能如期偿还负债而承担连带清偿责任的风险。
- **总债务增加较大。**2013年公司土地开发和在建项目投资较大,公司加大了融资力度,总债务增加较大。

分析师

项目负责人: 林 斌 blin@ccxi.com.cn

项目组成员: 窦恒利 hldou@ccxi.com.cn

电话: (010)66428877

传真: (010)66426100

2014年6月27日

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在债券的存续期内进行定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“12 丹投债”募集资金 15 亿元，其中 3.5 亿元用于丹阳市乡镇供水管网改造工程项目；8.5 亿元用于丹阳市九曲河、香草河等河道生态整治建设工程项目；3.0 亿元用于偿还银行贷款。截至 2014 年 3 月末，丹阳市乡镇供水管网改造工程项目和丹阳市九曲河、香草河等河道生态整治建设工程项目已基本完工，3.0 亿元已偿还银行贷款。

“13 丹投债 01”、“13 丹投债 02”募集资金 16 亿元，其中 6 亿元用于丹阳市城河路西侧片区棚户区危旧房改造工程项目；3 亿元用于丹阳市姜家园片区棚户区危旧房改造工程项目；7 亿元用于丹阳市城西片区泄洪通道整治工程项目。截至 2014 年 3 月末，丹阳市城河路西侧片区棚户区危旧房改造工程项目已完成 46%；丹阳市姜家园片区棚户区危旧房改造工程项目已完成 53%，丹阳市城西片区泄洪通道整治工程项目已完成 45%。

行业及区域经济环境

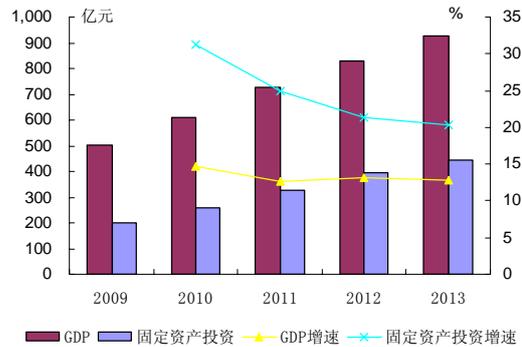
丹阳市经济概况

丹阳市是江苏省镇江市下辖的县级市，位于江苏省南部，东邻常州市武进区、新北区，西接镇江市丹徒区、句容市，并与扬中市隔江相望。全市总面积 1,059 平方公里，户籍人口 81.2 万人，辖 10 个镇、2 个街道、1 个省级开发区。2013 年丹阳市位列“2013 年全国县级市综合竞争力排行榜”第 12 位、“2013 年全国县级市成长竞争力排行榜”第 8 位，先后荣获“中国和谐城市”、“中国特色魅力城市 200 强”等称号，是全国首家“国家旅游产业创新发展实验市”。

2013 年，丹阳市实现地区生产总值 925.16 亿元，同比增长 12.8%；其中第一、二、三产业产值分别为 49.75 亿元、484.06 亿元和 391.35 亿元，分别同比增长 4.1%、13.1% 和 13.5%，三次产业比

别为 5.4: 52.3: 42.3。2013 年丹阳市完成全社会固定资产投资 445.56 亿元，同比增长 20.3%；其中工业性投资为 324.89 亿元，同比增长 18.9%。大量的固定资产投资为丹阳市的经济特别是工业增长奠定了坚实的基础。

图 1：2009~2013 年丹阳市 GDP 及固定资产投资状况



资料来源：丹阳市政府网

目前，丹阳市经济发展处于转型升级期，拥有亿元企业 171 家，10 亿元企业 33 家，百亿元企业 4 家，上市企业 11 家，总市值突破 600 亿元。丹阳市拥有眼镜、五金、汽车零部件、木业等四大产业集群，相继建成“中国眼镜生产基地”、“中国眼镜出口基地”、“江苏省五金工具出口基地”和“国家级车辆灯具检测重点实验室”、“中国汽车零部件制造基地”、“全国汽车零部件出口基地”、“中国鞋业基地”、“国家汽摩配件生产示范区”。同时，新材料、新能源、装备制造、新医药等新兴产业逐步形成规模，成为新的亮点。

总体上，近年来丹阳市 GDP 保持了较快的增长，经济实力不断提高，同时固定资产的持续投入使得丹阳市具备了有利的发展环境；随着丹阳市推动产业升级的成果逐步显现，区域内经济竞争力将进一步提升。

丹阳市财政实力

财政收入方面，2011~2013 年，丹阳市公共财政预算收入分别为 41.13 亿元、50.09 亿元和 60.42 亿元，税收收入占公共财政预算收入的比重分别为 83.15%、83.69% 和 85.20%，税收收入占比较高，公共财政预算收入的持续性和成长性较好。同时，丹阳市基金收入持续增长，2011~2013 年丹阳市的

基金收入分别为 27.93 亿元、35.94 亿元和 48.19 亿元。

表 1：2011~2013 年丹阳市财政收入情况（亿元）

	2011	2012	2013
公共财政预算收入(1)	41.13	50.09	60.42
其中：税收收入	34.20	41.92	51.48
基金收入(2)	27.93	35.94	48.19
上缴中央收入 (3)	33.55	32.13	31.89
财政总收入(4)	102.61	118.16	140.05

注：(4)=(1)+(2)+(3)

资料来源：丹阳市财政局

支出方面，2011~2013 年，丹阳市公共财政预算支出分别为 43.64 亿元、54.31 亿元和 69.85 亿元；公共财政平衡率分别为 94.25%、92.30% 和 86.50%。近年来，丹阳市加大了公共财政预算支出力度，公共财政平衡率有所下降，但仍处于较高水平。

表 2：2010~2013 年丹阳市财政支出情况(亿元)

	2011	2012	2013
公共财政预算支出(1)	43.64	54.31	69.85
基金支出(2)	28.23	36.00	42.14
财政总支出(3)	71.87	90.31	111.99

注：(3)=(1)+(2)

资料来源：丹阳市财政局

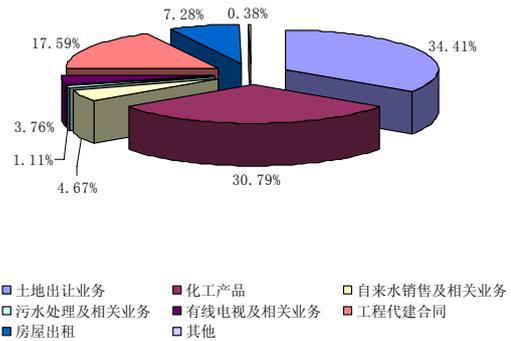
总体来看，丹阳市财政实力很强，公共财政预算收入主要是来自税收收入，收入结构合理，税源具有较高的成长性，增强了丹阳市财政的抗风险能力。

业务运营

公司业务范围涉及土地整理开发、基础设施建设、水务板块、化工板块、广电板块和工程施工等。2013 年，公司实现主营业务收入 28.71 亿元，其中土地出让业务收入 9.88 亿元、化工产品收入 8.84

亿元、自来水销售及相关业务收入 1.34 亿元、污水处理及相关业务收入 0.32 亿元、有线电视及相关业务收入 1.08 亿元、工程代建合同收入 5.05 亿元、房屋出租收入 2.09 亿元。

图 2：2013 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司财务报告

土地整理开发板块

公司土地整理开发业务由公司本部负责，公司也是丹阳市唯一一家具备土地整理与开发职能的企业。

截至 2014 年 3 月末，公司已拥有丹阳市开发区九纬路南侧等片区 132 宗土地，土地面积合计为 6,680.01 亩，其中出让用地 124 宗，合计 6,556.27 亩。2013 年公司还推动了丹阳市城河西路西侧片区棚户区危旧房改造、丹阳市城西片区泄洪通道整治、丹阳市姜家园片区棚户区危旧房改造等具有区域优势的土地资源开发项目，同时积极介入丹阳眼镜市场片区、丹阳皮革市场片区土地等工程项目的前期调研，拓展公司土地开发业务。

表 3：公司拥有土地情况

	截至 2012 年末	2013 年以来新增	截至 2014 年 3 月末
土地宗数 (宗)	54	78	132
土地面积 (亩)	4,277.32	2,402.69	6,680.01
按使用权性质划分			
出让用地数 (宗)	47	77	124
划拨用地数 (宗)	7	1	8
出让用地面积 (亩)	4,203.46	2,352.81	6,556.27
划拨用地面积 (亩)	73.86	49.88	123.74

资料来源：公司提供

根据丹阳市政府《关于市城建交通投资公司运

作模式的实施意见》（丹政发[2005]104 号）文件，

公司被授予了丹阳市城区国有经营土地的整理、开发等职能。土地整理完成后进行出让，土地出让后所得土地出让金扣除相关出让规费后全部拨给公司形成公司的收入。2011~2013 年公司所整理开发土地分别出让成交 399.71 亩、558.98 亩和 1,087.45 亩，出让成交总价分别为 7.05 亿元、6.14 亿元和 22.19 亿元，形成的可返还收入分别为 6.20 亿元、5.38 亿元和 19.22 亿元，公司确认的土地出让业务收入分别为 6.77 亿元、5.84 亿元和 9.88 亿元。由于结算进度较慢等原因，公司 2013 年确认的土地出让业务收入和可返还收入差距较大。2014 年一季度，公司尚未出让土地。

表 4：2011 年~2014 年 3 月公司土地出让情况

土地出让	2011	2012	2012	2014.3
出让土地宗数(宗)	9	8	24	0
出让总面积(亩)	399.71	558.98	1,087.45	-
出让总价(亿元)	7.05	6.14	22.19	-
可返还收入(亿元)	6.20	5.38	19.22	-

资料来源：公司提供

总体来看，较大的可运作土地规模为公司融资提供了有力的支撑，也为公司土地整治业务提供了充足的空间。未来公司可持续获得丹阳市国有经营用地资源，业务发展前景良好。

基础设施建设板块

公司基础设施建设业务由公司本部负责，主要作为土地整理开发的配套业务，在促进丹阳市城市建设、加强丹阳市城市公共服务能力、提升城市生活品质等方面做出了较大的贡献。公司用于基础设施建设的资金主要通过土地使用权、收益权及应收

账款的抵、质押获得。公司作为城建项目资金提供方和最终所有权人进行资金的拨付和项目的管理。具体项目操作上，城建项目立项后由政府授权相关单位作为项目业主进行项目建设和管理，项目建设方需经国家法定招投标程序确定；招投标完成后项目业主将相应项目合同提交给公司备案管理，作为公司资金拨付依据；公司通过监理单位出具的监理报告确认当年工程进度，经审核无误后按照工程进度的 65% 拨付工程资金；工程完工决算后，公司扣除工程保证金并将剩余资金拨付。项目实施过程中，公司将相应工程纳入在建工程科目核算，完工决算经审计后转入固定资产并开始计提折旧，同时丹阳市政府每年拨付不低于折旧金额的资金作为建设项目补贴。2011 年~2014 年 3 月，公司收到基础设施资产的折旧费用分别为 0.88 亿元、1.11 亿元、1.17 亿元和 0.29 亿元。

2011~2013 年，公司新承接工程项目合同金额分别为 1.52 亿元、27.34 亿元和 2.53 亿元；同期，公司分别投资 20.25 亿元、23.45 亿元和 18.00 亿元，进行了黄岗取水工程口管道延伸、主要道路桥梁建造改善、区域供水工程、乡镇自来水内网改造以及城市道路绿化等一批重大基础设施和社会公益项目的建设，同时还支持了九里景区、沿江产业园、开发区、云阳高新园区以及乡镇工业园区等园区的建设。2014 年公司继续加大投入，重点围绕旧城区改造、河道整修清理和道路修缮建设等方面开展工作。截至 2014 年 3 月末，公司主要在建项目总投资合计为 108.32 亿元，已完成投资 70.35 亿元，未来仍面临较大的投融资压力。

表 5：截至 2014 年 3 月末公司主要在建项目投资概况（亿元）

项目名称	总投资	已完工百分比	资金来源
丹阳市城西片区泄洪通道整治项目	15.00	45.00%	自筹+融资
九曲河等 8 条主要河道整治工程	15.00	94.00%	自筹+融资
丹阳市城西路西侧片区棚户区危旧房改造	12.73	46.00%	自筹+融资
区域供水工程（含黄岗取水口管道延伸工程）	8.02	85.54%	自筹+融资
丹阳市姜家园片区棚户区危旧房改造项目	7.33	53.00%	自筹+融资
乡镇自来水内网改造	6.36	95.13%	自筹+融资
老城区环境整治项目	4.60	96.74%	自筹+融资
241 省道城区段	4.24	94.34%	自筹+融资
铁路货场搬运及土地平整项目	4.09	95.11%	自筹+融资
241 省道花王至珥陵段	3.00	91.00%	自筹+融资
东外环路访仙至新桥段	3.00	34.00%	自筹+融资
S122 城区段南二环大桥改建工程	3.00	18.67%	自筹+融资

122 省道城区段	2.70	92.59%	自筹+融资
京沪高铁丹阳北站站前路及站前广场项目	2.50	56.00%	自筹+融资
122 省道开发区至访仙段	2.20	16.36%	自筹+融资
香草河整治工程	1.66	89.76%	自筹+融资
苏南运河丹阳市区四改三航道整治工程	1.59	63.00%	自筹
正则幼儿园迁建工程	1.50	3.33%	自筹
其他项目合计	9.79	-	-
合计	108.32	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司基建投资业务在加强丹阳市城市的公共服务能力和提升城市生活品质方面具有重要意义，但公司在建项目投资支出较大，中诚信国际将对公司面临的投融资压力进行持续关注。

水务板块

公司的水务板块包括自来水供应业务和污水处理业务，分别由全资子公司丹阳水务集团有限公司（原丹阳自来水有限公司，以下简称“丹阳水务”）和丹阳水务的全资子公司丹阳市石城污水处理有限公司（以下简称“丹阳石城”）负责经营。

供水业务

丹阳水务成立于 1989 年，2005 年丹阳市政府作出《关于将丹阳自来水公司、丹阳市石城污水处理厂划入丹阳市城市建设投资公司的决定》（丹政发[2005]4 号）将丹阳水务划归丹阳投资集团所有。

丹阳水务是丹阳市唯一的自来水供应单位，担负着丹阳市 80 万人口的生活、生产及各类用水供应任务。目前，丹阳水务拥有取水能力为 50 万吨/日的水源厂 1 座、供水管网 900 公里和供水能力合计为 35 万吨/日净水厂 3 座。其中，长湾净水厂规划占地 201 亩，设计供水能力 40 万吨/日，该项目一期规模为 20 万吨/日，于 2009 年开工建设，2012 年 3 月一期 20 万吨/日净水工程建成投入使用，净水工程建成后在缓解供水压力方面收到了显著的效果。

供水价格方面，按照国家有关规定，丹阳市供水价格由当地政府部门制定，公司按政府制定价格进行售水。2010 年 12 月，丹阳市政府对水价进行了调整，调整后居民生活用水到户价格 3.0 元/吨，非居民用水到户价格 3.61 元/吨。此后，丹阳市供水价格再未调整。

表 6：2011 年~2014 年 3 月丹阳水务经营情况

	2011	2012	2013	2014.3
管网长度（公里）	650.00	810.00	890.00	900.00
供水能力（万吨/日）	25.00	35.00	35.00	35.00
用户数量（万户）	14.60	30.26	31.07	31.20
原水采购量（万吨）	5,698.85	7,919.52	9,894.87	2,275.33
生产水量（万吨）	5,123.88	7,299.20	8,826.86	2,000.86
漏损率（%）	20.00	15.92	15.00	15.00
售水量（万吨）	5,001.39	5,592.74	6,446.35	1,449.43
销售收入（万元）	7,191.47	11,087.06	13,385.05	3,032.63
销售成本（万元）	5,206.35	7,175.30	8,997.25	2,526.23

资料来源：公司提供

2011 年，丹阳市下属乡镇供水并入公司，使得公司的售水量和用户数量大幅增加，销售收入也由 2010 年的 4,794.73 万元增加至 7,191.47 万元。2012 年，长湾净水厂一期第二阶段 10 万吨/日工程的建成投产使公司自来水生产能力得到较大提升，公司采购原水 7,919.52 万吨，生产自来水 7,299.20 万吨；同期，公司实现售水量 5,592.74 万吨，实现售水收入 11,087.06 万元，售水收入的较快增长主要由于单价较高的非居民用户售水量增加。2013 年随着长湾净水厂一期产能的释放，公司售水量和售水收入进一步增长，公司采购原水 9,894.87 万吨，生产自来水 8,826.86 万吨；同期，公司实现售水总量 6,446.35 万吨，实现售水收入 13,385.05 万元。

污水处理业务

丹阳石城成立于 1998 年，2005 年其权益划归公司所有。丹阳石城主要从事丹阳市城区污水处理以及管网等污水处理设施建设。截至 2014 年 3 月末，丹阳石城拥有设计处理能力为 4 万吨/日城市污水处理厂 1 座和污水处理管网 164.83 公里，污水截流服务面积达 25 平方公里、服务人口达 20 万人，老城区生活污水集中处理率达 80% 以上。技术上，石城污水处理厂采用曝气生物滤池+过滤的三级处理工艺，尾水排放标准可达到《城镇污水处理厂污

染物排放标准》GB18918-2002 一级 A 类标准，处理后的尾水可直接排入京杭运河。

2011 年~2014 年 3 月，丹阳石城污水处理量分别为 1,369.00 万吨、1,309.00 万吨、1,332.00 万吨和 335.27 万吨，日均污水处理量基本稳定在 3.6 万吨左右，产能利用率约为 90%。但受人力及处理成本上升影响，2012 年丹阳石城污水处理业务出现小幅亏损。

表 7：2011 年~2014 年 3 月丹阳石城经营情况

	2011	2012	2013	2014.3
管网长度（公里）	128.09	137.80	159.50	164.83
处理能力（万吨/日）	4.00	4.00	4.00	4.00
污水处理量（万吨）	1,369.00	1,309.00	1,332.00	335.27
结算水量（万吨）	2,361.93	2,410.14	2,531.41	408.25
销售收入（万元）	1,222.70	1,272.94	3,192.18	500.00
销售成本（万元）	1,108.13	1,371.40	1,152.65	299.76

资料来源：公司提供

2010 年 12 月，丹阳市污水处理价格由 0.72 元/吨调升至 1.10 元/吨，丹阳石城的结算价格也作相应调整，此后，污水处理价格再未调整。丹阳石城的污水处理费由丹阳水务代收，收取后上缴丹阳市财政局，丹阳石城参照处理水量以及当期污水处理结算价格与丹阳市财政局直接结算，销售收入按照与丹阳市财政局的实际结算确认，2013 年销售收入较前期大幅增加主要是当年丹阳石城实际收到丹阳市财政局的污水处理结算收入增加。

为进一步提供水资源的循环利用，公司于 2011 年 9 月开工建设了再生水利用一期工程，该工程计划总投资为 0.22 亿元，截至 2014 年 3 月底已完成整个工程量的 98.00%。该工程完成投入运行后，可为老城区内城河提供景观用水，为城市道路冲洗、绿化浇灌、消防用水等服务，预计每年可削减 COD（化学需氧量）排放约 150 吨，进一步降低了水环境污染。

化工板块

公司的化工业务由全资子公司江苏丹化集团有限责任公司（以下简称“丹化集团”）负责经营。丹化集团成立于 1980 年 4 月 25 日，其前身为始建于 1958 年的丹阳县化肥厂，目前丹化集团化工业务

务主要集中于旗下控股的上市公司丹化化工科技股份有限公司（以下简称“丹化科技”，股票代码为 600844）。截至 2014 年 3 月末，公司对丹化科技的间接持股比例为 18.85%。2011 年~2014 年 3 月，丹化科技分别实现营业收入 5.57 亿元、11.02 亿元、7.44 亿元和 1.73 亿元。

丹化科技主打产品为乙二醇、草酸和醋酐。2009 年 4 月，丹化科技定向增发 8,474.57 万股、募集资金净额 10.81 亿元用于增资通辽金煤化工有限公司（以下简称“通辽金煤”），投入通辽金煤年产 15 万吨乙二醇（MEG）/10 万吨草酸项目（以下简称“通辽金煤项目”）的建设。2011 年，该项目正式投产，当年生产乙二醇 33,617 吨、草酸 34,526 吨；由于生产技术尚未成熟，产能利用率分别仅为 22.41% 和 34.53%。2012 年，通辽金煤项目运转逐渐稳定，产量和生产负荷稳步提升，公司分别生产乙二醇和草酸 101,080 吨和 49,517 吨，产能利用率分别为 67.39% 和 49.57%，年末生产负荷均已提高至 80% 以上。2013 年，受设备故障等因素影响，通辽金煤项目生产负荷有所降低，产量较上年有所下降，共生产乙二醇 89,527.00 吨，草酸 39,307.00 吨，产能利用率分别为 59.68% 和 39.31%。

销售方面，国内乙二醇供应目前仍主要依赖进口，且国内产能大部分处于在建期或投产初期，旺盛的市场需求为公司乙二醇的销售提供了有力的保障。2011 年~2014 年 3 月，公司分别销售乙二醇 34,481 吨、103,814 吨、88,014 吨和 22,645 吨，产销率分别为 102.57%、102.70%、98.31% 和 92.30%，销售均价分别为 5,118.94 元/吨、5,961.18 元/吨、6,989.57 元/吨和 5,469.32 元/吨。受益于市场行情的上涨，公司乙二醇销售均价总体呈上升趋势，2014 年以来，销售均价有所下滑。此外，作为乙二醇生产工艺中间产物的草酸销售均价则在 2013 年出现下滑；2011 年~2014 年 3 月，公司分别销售草酸 33,837 吨、45,496 吨、40,637 吨和 13,398 吨，产销率分别为 98.00%、91.78%、103.38% 和 124.44%，销售均价分别为 3,197.28 元/吨、4,790.48 元/吨、3,995.60 元/吨和

2,914.46 元/吨。

盈利能力方面，产能利用率和市场价格的提升使丹化科技主要产品的盈利水平在 2012 年大为改善，丹化科技乙二醇和草酸的销售毛利率分别从 2011 年的-14.45%和-1.77%增至 2012 年的

1.66% 和 53.61%。2012 年公司草酸销售均价上涨幅度达 40%，使该产品大举盈利，是丹化科技大幅减亏的主要原因。2013 年受销售均价和产能利用率下降影响，丹化科技乙二醇和草酸的销售毛利率分别为-3.76%和 33.57%。

表 8：2011 年~2014 年 3 月丹化科技乙二醇和草酸产品经营数据

年度	产品	产能 (吨)	产量 (吨)	产能利用率	销量 (吨)	产销率	销售均价 (元/吨)
2011	乙二醇	150,000	33,617	22.41%	34,481	102.57%	5,118.94
	草酸	100,000	34,526	34.53%	33,837	98.00%	3,197.28
2012	乙二醇	150,000	101,080	67.39%	103,814	102.70%	5,961.18
	草酸	100,000	49,571	49.57%	45,496	91.78%	4,790.48
2013	乙二醇	150,000	89,527	59.68%	88,014	98.31%	6,989.57
	草酸	100,000	39,307	39.31%	40,637	103.38%	3,995.60
2014.3	乙二醇	150,000	24,535	65.43%	22,645	92.30%	5,469.32
	草酸	100,000	10,767	43.07%	13,398	124.44%	2,914.46

资料来源：公司提供

醋酐产品方面，由于醋酐产品市场需求持续下降，同时原材料成本不断上升，丹化科技醋酐业务于 2011 年开始亏损。且 2012 年下半年丹化科技醋酐项目被纳入丹阳市政府动迁范围，丹化科技对醋酐产品实施了暂时停产处理，使 2012 年醋酐产销量均大幅减少，但丹阳市政府将按照化工行业专项整治政策对丹化科技醋酐项目进行补贴。

表 9：2010~2012 年醋酐产品经营数据

	2010	2011	2012
产量 (万吨)	6.52	5.05	1.42
销量 (万吨)	6.40	5.21	1.48
产销率 (%)	98.16	103.17	104.23
销售收入 (亿元)	3.03	2.60	0.72
销售成本 (亿元)	2.94	3.13	0.89

资料来源：公司提供

总体来看，公司通过金煤项目既切合市场实际需求，同时也符合国内煤化工行业发展导向，为公司增加了新的收入和利润来源，但仍面临未来化工产品价格大幅波动的风险。

广电板块

公司广电业务主要由全资子公司丹阳市广播电视信息网络有限公司（以下简称“广电公司”）承担。

广电公司前身为有线电视服务部，2009 年 12 月改制成立并划归丹阳投资集团，成为公司的全资

子公司，主要业务包括丹阳地区广播电视节目的传输、播出和运营，对广播、电影、电视、信息、传媒产业进行投资及管理及其相关工作。2013 年公司广电板块实现营业收入 1.10 亿元；其中有线数字电视业务实现营业收入 1.06 亿元。有线数字电视业务收入由数字电视服务费（基础业务收入）和增值业务收入构成，分别为 0.59 亿元和 0.47 亿元。此外，公司电视网络有效用户新增 0.12 万户，为公司未来在该业务领域盈利能力的提高提供了保障。

表 10：2011 年~2014 年 3 月公司广电业务经营数据

	2011	2012	2013	2014.3
总用户数(万户)	26.57	27.12	27.96	28.17
有效用户数(万户)	24.76	24.83	24.99	24.97
电视收费标准 (元/月/户)	城区	24.00	24.00	24.00
	乡镇	20.00	20.00	20.00
电视收费率(%)	98.99	98.95	97.57	97.82

资料来源：公司提供

工程施工板块

公司接受丹阳市安居工程建设投资有限公司（以下简称“安居公司”）的委托，对“练湖新城小区”经济适用房项目进行建设。公司工程建设通过设立项目经理负责制、全程监理、跟踪审计、竣工决算审计等措施进行质量、工期、造价的监督和管控。在工程施工过程中，由公司、第三方监理机构、工程审计事务所及施工方定期对工程的施工进度进

行确认；工程分批竣工验收后，由公司、工程审计事务所及施工方进行工程项目的决算审计工作，财务部门依据工程项目竣工审计报告确定的审定金额，进行财务决算，对工程建设成本进行确认，并根据和委托代建协议约定的委托代建费用、税金及建设期贷款利息汇总计算在验收报告签署月份确认收入。

“练湖新城小区”项目占地面积 402 亩，建筑面积 65.15 万平方米，总投资 13.50 亿元。项目于 2009 年开工建设，2013 年开始陆续有楼栋竣工验收交付。截至 2014 年 3 月末，公司累计确认工程收入 6.31 亿元，工程成本 5.84 亿元。其中 2013 年确认工程收入 5.05 亿元，工程成本 4.67 亿元。

其他业务

公司其他业务还包括房屋出租、运输服务及相关业务、“石刻门”门票及相关业务等。2012 年划入公司的房产实现房屋出租收入 2.09 亿元，其他业务规模较小，对公司业务运营影响有限。

财务分析

以下分析基于公司提供的经华普天健会计师事务所（北京）有限公司审计并出具标准无保留意见的 2011~2012 年财务报告、经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013 年财务报告。公司各期财务报表均按照旧会计准则编制。

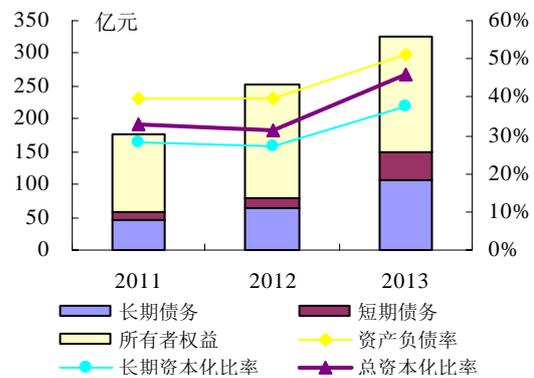
资本结构

2011~2013 年末，公司资产总额持续增长，分别为 196.43 亿元、286.05 亿元和 358.99 亿元。从资产构成来看，截至 2013 年末，公司资产主要由存货、固定资产、在建工程和其他应收款等构成，上述四项分别为 113.90 亿元、89.05 亿元、66.55 亿元和 49.07 亿元。其中，存货包括账面余额为 99.77 亿元的土地及开发成本，其余主要为化工业务的原材料、在产品和产成品；固定资产主要是公司名下房屋及建筑物、电子设备和公司投资建设的市政工程等资产；在建工程主要是公司本部的基础设施在建项目；2013 年公司其他应付款增加 23.51 亿元，

其他应收款主要是与财政局以及关联单位的往来资金为主。

在投资需求的拉动下，公司负债总额也不断增加，2011~2013 年末分别为 78.08 亿元、113.31 亿元和 183.23 亿元。公司负债以长期负债为主，截至 2013 年末长期负债为 109.39 亿元，占总负债的 59.70%，主要是 69.21 亿元长期借款和 36.61 亿元“09 丹阳城投债”、“12 丹投债”和“13 丹投债”的债券本息。长期负债占比高与公司从事基础设施投资规模较大、资金回收周期较长相适应。公司资产负债率整体呈上升趋势，2011~2013 年末分别为 39.75%、39.61%和 51.04%。

图 3：2011~2013 年公司资本结构



资料来源：公司财务报告

2011~2013 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）分别为 118.35 亿元、172.74 亿元和 175.76 亿元。2012 年，依据丹阳市人民政府文件丹政复[2012]30 号文、丹政复[2012]43 号文，按评估价注入的土地和房屋建筑物使公司资本公积增加 47.16 亿元。2013 年以来公司所有者权益基本保持稳定。

总体来看，公司资产和负债规模增长较快，资产负债率持续走高，考虑到未来几年丹阳市基础设施建设将保持较强的投资节奏，公司负债水平将有上升的可能。

盈利能力

2011~2013 年，公司主营业务收入分别为 15.32 亿元、20.19 亿元和 28.71 亿元。2013 年公司收入增长较快主要是由于当年新增工程代建合同收入 5.05 亿元和房屋出租收入 2.09 亿元。

2011~2013 年，公司主营业务毛利率分别为

10.78%、30.29%和20.51%，波动较大。2012年公司综合毛利水平大幅回升，主要是由于当年公司出让地块拿地较早、成本较低，使公司土地出让业务毛利率大幅上升，同时公司化工产品由于价格提升盈

利能力大幅改善。2013年，公司土地出让业务毛利率回落到正常水平，化工产品毛利率有所下滑，新增的工程代建合同业务毛利率较低，导致公司主营业务毛利率下降较大。

表 11：2011~2013 年公司主营业务收入构成及毛利率情况

	2011		2012		2013	
	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
土地出让业务	6.77	24.51%	5.84	58.72%	9.88	24.23%
化工产品	6.71	-11.06%	11.84	12.53%	8.84	8.91%
自来水销售及相关业务	0.72	27.60%	1.11	35.64%	1.34	32.78%
污水处理及相关业务	0.12	9.37%	0.13	-7.74%	0.32	63.89%
有线电视及相关业务	0.88	53.98%	1.16	62.92%	1.08	52.87%
工程代建合同	-	-	-	-	5.05	7.41%
房屋出租	-	-	-	-	2.09	50.27%
其他	0.12	-	0.11	-	0.11	-
合计	15.32	10.78%	20.19	30.29%	28.71	20.51%

资料来源：公司财务报告

2011~2013 年，公司三费支出有所波动，分别为 3.45 亿元、2.99 亿元和 5.90 亿元，三费收入占比分别为 22.54%、14.83%和 20.54%。由于丹阳市财政贴息力度较强，公司财务费用基本持平。管理费用方面，政府在项目回购前每年以不低于折旧的金额进行补贴，折旧补贴冲减部分管理费用，2013 年管理费用较高主要因为折旧补贴尚未全部确认。营业费用方面，随着丹化科技煤化工业务的扩大，2012 年以来公司营业费用增长明显。

表 12：2011~2013 年公司三费支出情况

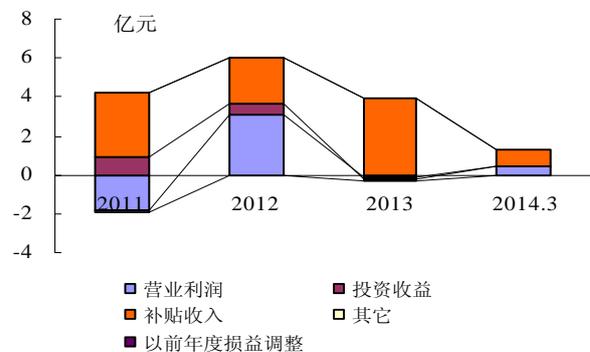
	2011	2012	2013
营业费用 (亿元)	0.26	0.93	1.13
管理费用 (亿元)	2.25	1.08	3.95
财务费用 (亿元)	0.94	0.98	0.82
三费合计 (亿元)	3.45	2.99	5.90
主营业务收入 (亿元)	15.32	20.19	28.71
三费收入比 (%)	22.54	14.83	20.54

资料来源：公司财务报告

利润总额方面，2011~2013 年，公司分别实现利润总额 2.30 亿元、5.94 亿元和 3.65 亿元。2011 年，受化工板块亏损影响，公司实现营业利润-1.81 亿元，公司利润总额主要来自于 3.26 亿元财政补贴和减持丹化科技所产生的投资收益。2012 年，公司化工板块盈利好转、营业利润大幅增加至 3.08 亿元，加之丹阳市财政给予补贴收入 2.37 亿元，同时，子公司上海丹晟创业投资有限公司出售 2011 年度购

买的上市公司非公开发行股票，使公司实现投资收益 0.55 亿元，公司利润总额明显增加。2013 年，受到化工板块销售收入及毛利率下滑的影响，公司实现营业利润-0.11 亿元，利润总额主要依赖 3.93 亿元的政府补贴收入。

图 4：2011~2013 年公司利润总额构成情况



资料来源：公司财务报告

总体来看，公司收入构成较为多元，但受化工产品价格波动较大影响，主营业务毛利率波动较大，预计未来丹阳市政府亦将持续给予公司财政补贴。

现金流

2011~2013 年，公司分别实现经营活动净现金流 13.89 亿元、-1.33 亿元和 1.21 亿元。2012 年以来，化工业务收入增加、土地出让金返还以及与丹阳市政府的往来款使公司经营活动现金流入大幅增长，同时新收购地块和土地开发整理投入使公司经营活动现金流出明显增加。

2011~2013 年，公司投资活动净现金流分别为 -19.47 亿元、-18.67 亿元和 -50.86 亿元。公司投资活动净现金流流出规模较大主要是公司在建项目较多、投资规模较大导致。2013 年公司融资规模较大，相应的加大了土地整理开发和基础设施建设的投资力度。

2011~2013 年，公司筹资活动净现金流分别为 -0.76 亿元、26.41 亿元和 59.91 亿元。2012 年以来，公司通过发行企业债券和银行借款有效地弥补了经营活动和投资活动现金的不足。

表 13: 2011~2013 年公司现金流状况 (亿元)

	2011	2012	2013
经营活动产生现金流入	26.45	54.55	103.77
经营活动产生现金流出	12.57	55.88	102.55
经营活动净现金流	13.89	-1.33	1.21
投资活动产生现金流入	6.04	4.97	7.21
投资活动产生现金流出	25.51	23.64	58.07
投资活动净现金流	-19.47	-18.67	-50.86
筹资活动产生现金流入	17.80	54.00	152.24
其中: 吸收投资收到的现金	0.40	18.30	16.02
借款收到的现金	9.11	29.82	115.08
筹资活动产生现金流出	18.56	27.59	92.32
其中: 偿还债务支付的现金	14.01	20.78	71.04
筹资活动净现金流	-0.76	26.41	59.91
现金及其等价物净增加额	-6.35	6.41	10.27

资料来源: 公司财务报告

偿债能力

由于土地开发的持续投入和在建项目的推进，公司总债务增加较快；2011~2013 年末，公司总债务分别为 58.49 亿元、79.38 亿元和 148.98 亿元。2013 年土地开发和在建项目投资较大，公司加大了融资力度。债务结构方面，2011~2013 年末，公司长短期债务比分别为 0.26、0.24 和 0.41，短期债务占比明显上升。此外，公司从丹阳市获得的财政贴息，直接冲抵了公司本部土地整理及基础设施建设项目的资本化利息及部分财务性利息，有效地减轻了公司付息压力。

偿债指标方面，2013 年受盈利能力下滑以及总债务增长较快影响，公司总债务/EBITDA 升至 14.81 倍，偿债能力有所弱化；而 EBITDA 利息保障倍数由于获得丹阳市的财政贴息较多而上升至 12.32 倍。

从经营活动净现金流的覆盖能力来看，2013 年公司经营活动现金流转正，公司经营活动净现金流/总债务、经营活动净现金流利息保障倍数分别为 0.01 倍和 1.49 倍；经营活动净现金流对债务和利息的覆盖能力较弱。

表 14: 2011~2013 年末公司债务规模和偿债能力指标

	2011	2012	2013
长期债务 (亿元)	46.44	63.76	105.82
总债务 (亿元)	58.49	79.38	148.98
长短期债务比 (X)	0.26	0.24	0.41
EBITDA (亿元)	6.08	11.58	10.06
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	11.26	-1.12	1.49
EBITDA 利息保障系数 (X)	4.93	9.79	12.32
总债务/EBITDA (X)	9.62	6.86	14.81
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.24	-0.02	0.01

资料来源: 公司财务报告

从公司债务本息到期分布来看，2014~2016 年公司需偿还规模较大，其中 2014 和 2015 年公司分别需偿还债务本息合计 29.26 亿元和 33.93 亿元，债务压力较大。

表 15: 2014~2018 年公司债务本金到期情况

贷款名称	2014	2015	2016	2017	2018
长期借款	17.37	29.13	21.15	17.02	5.83
短期借款	10.09				
企业债	1.80	4.80	9.00	6.60	6.60
合计	29.26	33.93	30.15	23.62	12.43

资料来源: 公司提供

公司和银行保持了良好的合作关系，截至 2014 年 3 月末，公司获得的授信总额度为 94.33 亿元，尚未使用额度为 20.01 亿元，可为公司提供一定的流动性支持。

受限资产方面，公司主要将土地资产用于抵质押贷款，截至 2014 年 3 月末，公司的抵押担保贷款总额为 118.34 亿元，质押担保贷款总额为 28.19 亿元。

或有负债方面，截至 2014 年 3 月末，公司对外担保余额合计为 47.55 亿元，占净资产的 26.86%，公司对外担保金额较大，若被担保企业未来持续正常经营出现风险，公司存在因被担保企业不能如期偿还负债而承担连带清偿责任的风险。

表 16: 截至 2014 年 3 月末公司对外担保情况

被担保人名称	担保金额
大力神铝业股份有限公司	103,000
大亚科技股份有限公司	77,000
丹阳市宏森新农村农业发展有限公司	61,000
丹阳市人民医院	52,200
丹阳市新农市镇建设有限公司	49,000
丹阳市中小企业发展有限公司	37,800
江苏恒神纤维材料有限公司	25,000
丹阳市园林工程公司	17,000
丹阳市精密合金厂有限公司	15,000
丹阳市第二人民医院	13,800
江苏长丰造纸有限公司	10,000
江苏侨谊厨房设备有限公司	6,000
丹阳市广播电视台	4,500
博昱科技(丹阳)有限公司	2,000
丹阳市保安服务公司	1,200
江苏省丹阳高级中学	1,000
合计	475,500.00

资料来源：公司提供

或有事项方面，2012 年 10 月，丹化科技以上海兴业能源控股股份有限公司（简称“兴业能源”）为被告向上海市黄浦区人民法院提起诉讼，诉请兴业能源偿还丹化科技人民币 14.90 万元并承担全部诉讼费用。2013 年 2 月 16 日，上海市黄浦区人民法院一审判决被告偿还丹化科技 14.90 万元，并承担诉讼费。目前本案正在执行中。

此外，2013 年 1 月，由公司为担保人的江苏圆通汽车零部件有限责任公司（以下简称“圆通汽部件”）委托贷款到期未能还款，公司代圆通汽部件偿还了该笔贷款，扣除圆通汽部件在公司处的 490 万元保证金，圆通汽部件尚欠公司 4,410 万元本金。因圆通汽部件明显缺乏清偿能力，公司向法院申请圆通汽部件破产还债。2013 年 6 月 4 日，丹阳市人民法院发布“（2013）丹商破字第 0003 号”圆通汽部件破产的《公告》。目前圆通汽部件正处于破产还债程序中。2013 年 12 月 26 日，丹阳市财政局出具《承诺函》，承诺由于丹阳市政府指定公司作为保证人参与促进全市范围内中小企业发展的统借统贷业务，目前圆通汽部件已进入破产还债程序，对由公司提供担保可能造成的损失 4,410 万元，由丹阳市财政承担。

偿债保障措施

中投保担保实力

“12 丹投债”由中国投融资担保有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

中投保前身为 1993 年 12 月成立的中国经济技术投资担保公司，由财政部和原国家经贸委共同发起组建，注册资本 5 亿元，为中国人民银行监管下的非银行金融机构。1999 年中投保与财政部脱钩，移交中央大型企业工委管理，同时脱离中国人民银行的监管。2003 年中投保划归国务院国资委管理，2006 年 9 月更名为“中国投资担保有限公司”并整体并入国家开发投资公司（以下简称“国投公司”）。2006 年 12 月国投公司向中投保增资 23.355 亿元，中投保注册资本增为 30 亿元，国投公司为全资股东。2010 年 9 月，在国投公司的支持下，中投保通过引进建银国际金鼎投资（天津）有限公司等六家新股东，从国有法人独资的一人有限公司变更为中外合资的有限责任公司，注册资本变更为 35.21 亿元。2012 年 9 月，中投保通过资本公积金转增股本的形式，实收资本增加至 45 亿元。2013 年 11 月 4 日，中投保更名为“中国投融资担保有限公司”。

作为国内资本规模最大的担保机构之一，中投保的经营范围涉及投资担保、实业项目的投资、资产受托管理、经济信息咨询等领域。截至 2012 年末，中投保总资产为 95.76 亿元，净资产 54.51 亿元，累计担保额达到 2,174 亿元。

中投保总部位于北京，设立了华东、上海、大连、天津四家分公司和沈阳办事处，同时参股中投保信息技术有限公司（45.00%）、中国国际金融有限公司（7.65%）、北京首创投资担保有限公司（3.00%）和中关村科技担保有限公司（0.26%）等多家企业。

中投保是中国担保业联盟的发起人，同时也是泛美担保协会（PASA）、美国保证与忠诚保证协会（SFAA）美国保险监督官协会（NAIC）以及国际信用保险和保证协会（ICISA）的会员，在引进国际担保业先进技术和理念方面居优势地位。

中投保作为国内最早成立的担保公司之一，资本实力较强；业务品种丰富，产品创新能力较强，积累了较丰富的担保业务经验，在保本投资类担保和公共融资类担保业务方面具有较领先的优势；引

进战略投资者并完成改制，公司治理持续改善。中投保还得到中投保大股东国投公司的一贯支持，国投公司出具了书面支持文件，承诺长期保持控股地位，在中投保遇流动性困难时提供注资和流动性支持。

近年随着中投保金融产品担保业务迅速发展，单一客户集中度风险和行业集中度风险上升，资本压力显现。根据中投保 2011 年及 2012 年经审计财务报告，中投保间接融资性担保业务中钢贸行业集中度较高，且主要集中于上海地区，截至 2012 年 6 月，中投保钢贸通担保余额为 32.84 亿元。中诚信国际关注到，2012 年底以来，受上海地区钢贸业务系统性风险全面爆发的影响，2012 年中投保担保代偿支出与 2011 年相比增幅较大，达 5.66 亿元。截至 2013 年 6 月末，中投保应收代位追偿款净额为 17.19 亿元；截至 2013 年 9 月 25 日，钢贸通在保余额为 0.39 亿元。中诚信国际认为，中投保发生大规模代偿获得国投公司流动性支持，流动性风险得到有效化解；中投保钢贸通业务的代偿支出压力已基本释放，剩余信用风险敞口很小；尽管据中投保披露，公司拥有第一顺位抵/质押资产、第一顺位查封资产及其他可控资产超 20 亿元，但是代偿款的回收和损失金额具有不确定性，可能对中投保盈利水平造成不利影响。

综合上述对担保行业前景的分析，中投保在行业地位、市场定位、管理与战略、业务运营、风险管理和财务基本面的考察和分析，以及国投公司对中投保提供流动性支持的承诺，中诚信国际评定中投保 2013 年的综合财务实力评级为 **AA+**，以反映其很强的代偿能力以及很低的违约风险；另一方面，考虑到代偿款的回收和损失金额具有不确定性可能对中投保盈利水平造成的不利影响，中诚信国际于 2013 年 11 月将中投保的评级展望由正面调整为稳定。中投保提供的全额不可撤销连带责任保证担保有力的保障了“12 丹投债”的偿本付息。

三峡担保实力

“13 丹投债 01”由重庆市三峡担保集团有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

三峡担保成立于 2006 年 4 月，原名重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立时注册资本 5 亿元，全部由重庆渝富资产经营管理有限公司（以下简称“渝富公司”）出资，实际控制人为重庆市政府。2010 年 1 月 8 日三峡担保引入中国长江三峡集团公司和国开金融有限责任公司作为战略投资者，注册资本增至 30 亿元，并更名为重庆市三峡担保集团有限公司。三峡担保实际控制人仍为重庆市政府。

作为地方政府实际控制企业，三峡担保致力于为全市中小企业和基础设施建设提供融资性和非融资性担保。自成立以来，三峡担保在重庆市委市政府、国资委的领导大力支持下，始终坚持政策性目标与市场化并重的经营理念，业务规模保持快速增长。

目前三峡担保设立了万州、江津、黔江、成都、武汉、西安和北京 7 个分公司，并控股重庆市教育担保有限责任公司和重庆渝台信用担保有限公司两个子公司，持股比例分别为 60% 和 80%。同时三峡担保还参股黔江鸿业担保和长寿宏昌担保等 6 家区县担保公司。截至 2012 年末，三峡担保总资产 57.91 亿元，净资产 38.82 亿元，在保余额 435.43 亿元。2012 年三峡担保实现担保业务收入 5.93 亿元，净利润 4.55 亿元。

中诚信国际肯定了三峡担保在重庆地区担保行业中的龙头地位，重庆地区商业性担保领域和金融产品担保巨大的市场潜力，同银行、区县政府之间良好的合作关系，良好的风险控制体系以及较强的资本实力。同时，中诚信国际考虑到监管环境亟待完善，担保业务集中度偏高，代偿回收率偏低，资本金面临补充压力以及业务规模扩大给三峡担保风险管理能力带来的挑战等。此外，三峡担保是一家由省级人民政府、国家级银行和中央大型企业出资的大型国有担保集团，重庆市政府为三峡担保的实际控制人。中诚信国际认为，重庆市政府具有较强的能力和意愿在有需要时对三峡担保给予支持，并将此因素纳入三峡担保主体评级考虑。

综上，中诚信国际评定三峡担保综合财务实力信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定。三峡担保提供的全额不可撤销连带责任保证担保有力的保障了“13 丹投债 01”的偿本付息。

江苏再担保实力

“13 丹投债 02”由江苏省信用再担保有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

江苏再担保成立于2009年，是江苏省委、省政府以支持中小企业健康发展为目标而组建的大型国有控股企业，是全国最大的省级再担保机构之一。江苏再担保首期注册资本为30亿元，股东包括江苏省人民政府、江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏乾明投资有限公司、波司登股份有限公司等25家企业。截至2012年末，江苏再担保再担保余额为617.22亿元，直保余额161.76亿元，总资产为60.10亿元，所有者权益为42.82亿元；2012年实现净利润1.96亿元。

在业务方面，江苏再担保的业务主要包括再担保业务、直保业务和投资与资产管理业务等。自成立以来，江苏再担保再担保业务规模持续增长，截至2012年末，江苏再担保已与全省130余家担保公司和25家银行开展合作。同时江苏再担保开展了为中小企业发行集合票据、集合债，以及单个企业发行中期票据、企业债等债务融资工具提供增信担保服务，帮助中小企业开辟直接融资渠道，降低融资成本，提高融资效率。

江苏再担保作为江苏省的省级再担保机构，承担着建设江苏省再担保体系的政策性任务，其业务的稳步发展对服务江苏省中小企业和“三农”经济、推进金融强省建设具有十分重要的意义。因此，江苏省政府具有很强的意愿在有需要时给予江苏再担保支持。

综上，中诚信国际评定江苏省信用再担保有限公司综合财务实力信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。江苏再担保提供的全额不可撤销连带责任保证担保有力的保障了“13 丹投债 02”的偿本付息。

过往债务履约情况

公司与银行等金融机构建立了长期友好的合作关系，严格遵守银行结算纪律，按时归还银行贷款本息。根据公司提供的资料，公司银行信用记录良好，贷款偿还率和利息偿付率均为100%，不存在逾期而未偿还的债务。

截至2013年末，公司债券均按时还本付息。

评级展望

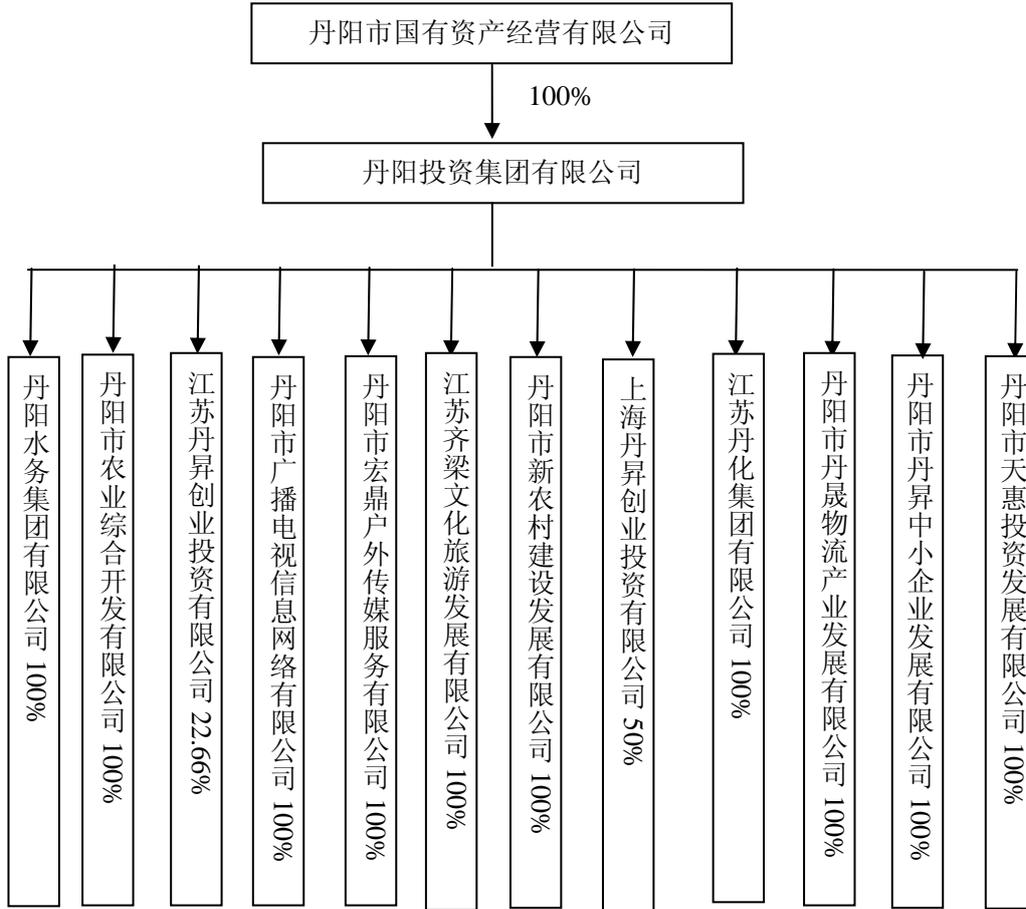
中诚信国际肯定了丹阳市很强的经济和财政实力，公司在丹阳市的土地、基建和水务业务的垄断地位，化工业务发展前景良好等因素对公司信用实力的有力支撑。同时，中诚信国际也关注到公司资本支出压力较大、对外担保金额较大以及总债务增加较大等因素对公司未来整体信用状况的影响。此外，中诚信国际还考虑了中国投融资担保有限公司、重庆市三峡担保集团有限公司、江苏省信用再担保有限公司提供的全额不可撤销连带责任保证担保对“12 丹投债”、“13 丹投债 01”、“13 丹投债 02”还本付息的保障作用。

综上，中诚信国际认为公司未来一段时期内信用水平将保持稳定。

结 论

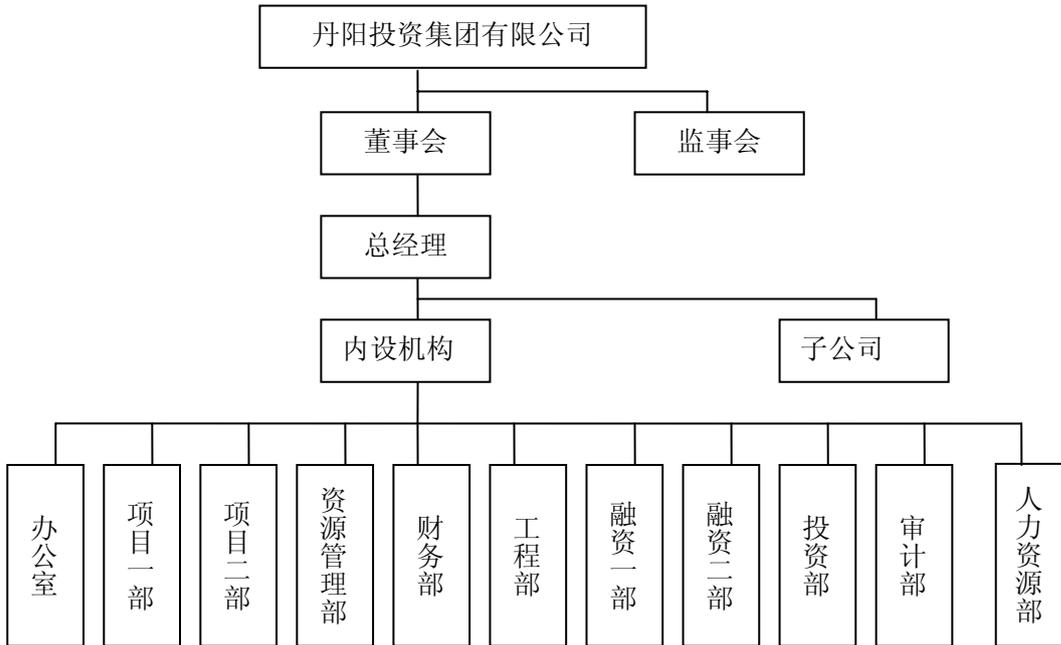
综上所述，中诚信国际维持丹阳投资集团有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“12 丹投债”、“13 丹投债 01”、“13 丹投债 02”的信用等级为 **AA⁺**。

附一：丹阳投资集团有限公司股权结构图（截至 2013 年末）



资料来源：公司提供

附二：丹阳投资集团有限公司组织结构图（截至 2013 年末）



资料来源：公司提供

附三：丹阳投资集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	70,289.01	129,407.16	227,846.83
短期投资	12,762.99	1,873.59	2,719.10
应收账款净额	6,835.07	7,660.68	5,937.15
存货净额	627,396.17	909,312.64	1,139,024.30
其他应收款	168,318.11	270,986.90	490,665.00
长期投资	35,519.58	45,123.98	57,870.23
固定资产	964,800.98	1,408,859.60	1,557,895.83
总资产	1,964,314.24	2,860,470.94	3,589,903.35
其他应付款	97,396.86	192,594.10	177,089.90
短期债务	120,530.00	156,202.00	431,619.70
长期债务	464,355.00	637,561.00	1,058,189.70
总债务	584,885.00	793,763.00	1,489,809.40
净债务	514,595.99	664,355.84	1,261,962.57
总负债	780,783.58	1,133,067.76	1,832,325.74
财务性利息支出	9,872.98	11,820.60	8,167.74
资本化利息支出	2,456.94	0.00	0.00
所有者权益（含少数股东权益）	1,183,530.66	1,727,403.18	1,757,577.60
主营业务收入	153,182.77	201,881.09	287,093.44
主营业务利润	16,009.60	60,628.69	56,985.77
投资收益	9,306.93	5,457.26	-899.60
EBIT	32,856.62	71,263.14	44,626.90
EBITDA	60,801.77	115,751.70	100,591.41
经营活动产生现金净流量	138,857.15	-13,280.34	12,136.02
投资活动产生现金净流量	-194,741.85	-186,714.66	-508,603.45
筹资活动产生现金净流量	-7,591.21	264,113.02	599,137.61
现金及现金等价物净增加额	-63,475.91	64,118.14	102,670.18
资本支出	177,926.67	142,271.41	279,398.05
财务指标	2011	2012	2013
主营业务毛利率 (%)	10.78	30.29	20.51
三费收入比(%)	22.54	14.83	20.54
EBITDA/主营业务收入 (%)	39.69	57.34	35.04
总资产收益率(%)	1.84	2.95	1.24
流动比率(X)	2.99	2.82	2.59
速动比率(X)	0.91	0.91	1.04
存货周转率(X)	0.27	0.18	0.40
应收账款周转率(X)	23.02	27.85	96.71
资产负债率(%)	39.75	39.61	51.04
总资本化比率(%)	33.07	31.48	45.88
短期债务/总债务(%)	20.61	19.68	28.97
经营活动净现金/总债务(X)	0.24	-0.02	0.01
经营活动净现金/短期债务(X)	1.15	-0.09	0.03
总债务/EBITDA(X)	9.62	6.86	14.81
EBITDA/短期债务(X)	0.50	0.74	0.23

注：1、2011~2013年审计报告按照旧会计准则编制；

2、公司收到丹阳市政府财政贴息导致每年利息支出与总债务不匹配。

附四：中国投融资担保有限公司主要财务指标（合并口径）

	2010	2011	2012	2013.06
年增长率（%）				
现金及投资资产	16.74	18.35	19.72	--
总资产	15.12	15.83	32.61	--
担保损失准备金	--	22.43	51.71	--
所有者权益	17.67	3.87	5.61	--
担保业务收入	18.20	122.29	34.12	--
担保业务成本	--	173.33	383.60	--
担保业务净收入	5.65	116.20	(18.52)	--
投资收益	(20.09)	98.73	41.94	--
业务及管理费用	16.78	17.02	17.74	--
营业利润	0.46	62.12	3.11	--
净利润	(11.00)	98.25	0.95	--
年新增担保额	--	211.96	(5.38)	--
在保余额	--	112.82	36.96	--
盈利能力（%）				
成本费用率	63.82	67.48	106.45	--
投资回报率	6.09	3.33	6.09	--
担保业务收入/年度新增担保额	1.03	0.73	1.04	--
平均资产回报率	2.61	4.48	3.62	--
平均资本回报率	3.31	5.95	5.73	--
担保组合质量（%）				
代偿余额（百万元）	0.00	0.00	566.45	1,719.00
年内代偿率	0.00	0.00	2.29	--
累计代偿率*	0.40	0.06	1.05	--
累计回收率*	81.58	0	0	--
担保损失准备金/在保余额	0.73	0.42	0.46	0.31
担保业务集中度（%）				
最大单一客户集中度	--	12.35	7.64	6.52
最大十家客户集中度	--	38.17	35.88	--
资本充足性				
净资产（百万元）	4,969.28	5,161.44	5,451.13	5,537.82
核心资本（百万元）	5,114.81	5,380.25	5,827.86	5,758.58
净资产放大倍数（X）*	6.73	13.78	17.87	17.78
核心资本放大倍数（X）	6.53	13.22	16.71	17.10
流动性（%）				
高流动性资产/总资产	28.88	10.14	28.99	20.56
高流动性资产/在保余额	5.39	1.03	2.85	1.84

注：1、累计代偿额、累计代偿率、累计回收率为三年累计数据；2、截至2010-2012年末以及2013年6月末，报送监管的融资性担保放大倍数（计算公式为（间接融资性担保余额+公共融资类担保余额）/净资产）分别为5.70、4.92、6.07和5.60倍。

附五：三峡担保主要财务指标

	2010	2011	2012
年增长率 (%)			
现金及投资资产	39.68	30.88	11.64
总资产	36.35	29.69	12.58
担保损失准备金	86.96	17.44	49.34
所有者权益	26.60	27.48	9.48
担保业务收入	45.38	33.88	47.66
担保业务成本	60.53	(59.39)	(0.24)
投资收益	329.37	166.78	32.30
担保业务净收入	(16.32)	763.02	65.28
税前利润	132.98	401.20	19.90
净利润	108.04	407.86	33.97
在保余额	--	95.30	60.84
盈利能力 (%)			
投资回报率	3.11	6.74	6.07
营业利润/平均总资本	3.54	13.65	14.17
营业利润/平均总资产	2.57	9.48	9.63
平均资产回报率	1.94	7.45	8.32
平均资本回报率	2.68	10.73	12.24
有效税率	24.47	23.46	14.49
担保项目质量 (%)			
累计代偿率*	1.30	1.33	0.96
担保损失准备金/在保余额	4.18	2.51	2.33
资本充足性			
核心资本 (百万元)	3,300.61	4,165.84	4,837.35
核心资本放大倍数 (X)	4.20	6.41	8.92
净资产放大倍数 (X)	4.98	7.53	11.11
融资性担保放大倍数(X)*	4.23	5.68	8.59
流动性 (%)			
高流动性资产/现金及投资资产	75.81	91.35	95.59
现金及投资资产/总资产	96.15	97.04	96.23
现金及投资资产/担保余额	27.51	18.44	12.80

注：上表中含*标记的数据使用母公司口径。

附六：江苏省信用再担保有限公司主要财务指标

	2010	2011	2012
年增长率 (%)			
现金及投资资产	--	55.84	10.57
总资产	--	71.48	27.96
担保损失准备金	--	316.89	120.31
所有者权益	--	39.95	15.64
担保业务收入	--	155.17	62.49
担保业务成本	--	1,035.80	56.26
担保业务净收入	--	(136.70)	--
利息收入	--	253.99	30.53
销售及管理费用	--	254.29	25.64
投资收益	--	38.39	66.22
营业利润	--	86.60	54.81
税前利润	--	119.59	45.17
净利润	--	123.56	46.97
综合收益总额	--	123.56	46.97
年新增担保额	--	--	--
在保余额	--	198.52	72.41
盈利能力 (%)			
担保业务毛利率	75.11	(10.80)	(6.55)
成本费用率	27.79	38.49	33.43
投资回报率	--	6.01	6.32
担保业务收入/年度新增担保额	--	--	--
营业利润/平均总资本	--	4.64	5.71
营业利润/平均总资产	--	3.96	4.26
平均资产回报率	--	3.59	3.67
平均资本回报率	--	4.21	4.92
有效税率	24.52	23.16	22.20
担保项目质量 (%)			
年内代偿额 (百万元)	--	--	--
年内代偿率	--	--	--
累计代偿率	--	--	--
担保损失准备金/在保余额	--	--	--
担保损失准备金/累计代偿额	--	--	--
担保业务集中度 (%)			
最大单一客户集中度	--	--	--
最大十家客户集中度	--	--	--
资本充足性			
核心资本 (百万元)	2,605.08	3,758.55	4,575.51
净资产放大倍数 (X)	5.72	12.20	18.19
核心资本放大倍数 (X)	5.81	12.02	17.02
核心资本形成率 (%)	--	9.35	10.94
流动性 (%)			
高流动性资产/总资产	38.58	34.77	31.50
高流动性资产/在保余额	6.98	3.62	2.43

附七：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）= 短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润（新）=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比（旧）=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本合计）/ 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

附八：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

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。

附九：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

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。

附十：担保公司主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大
B	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大
CCC	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大
CC	受评担保公司在破产或重组时获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评对象不能履行代偿义务及偿还其他债务

注：除 AAA 级、CCC 级以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”号进行微调。