

信用等级公告

联合[2009] 084 号

联合资信评估有限公司通过对桐乡市城市建设投资有限公司
2009 年度 12 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

桐乡市城市建设投资有限公司
2009 年度 12 亿元公司债券的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年二月二十日



桐乡市城市建设投资有限公司

2009年度12亿元公司债券信用评级分析报告

评级结果：

企业主体长期信用等级：AA⁻

评级展望：稳定

本期公司债券信用等级：AA

本期公司债券发行额度：12 亿元

本期公司债券存续期限：7 年

评级时间：2009 年 2 月 20 日

财务数据

项 目	2005 年	2006 年	2007 年
资产总额（万元）	122530.16	166050.91	1198663.71
所有者权益（万元）	58266.17	63578.65	823733.16
长期债务（万元）	47500.00	70825.00	221838.47
全部债务（万元）	57457.46	79046.60	277709.37
营业收入（万元）	8.30	8340.51	19925.36
净利润（万元）	14749.59	3126.52	30607.53
EBITDA（万元）	15462.45	9889.07	42269.86
经营性净现金流（万元）	-953.07	-38911.20	44622.36
主营业务利润率（%）	100.00	30.03	24.50
净资产收益率（%）	25.31	4.92	3.72
资产负债率（%）	51.60	59.44	30.91
全部债务资本化比率（%）	49.21	53.99	25.11
流动比率（%）	563.87	465.16	570.73
全部债务/EBITDA（倍）	3.72	7.99	6.57
EBITDA 利息倍数（倍）	23.92	2.18	5.35
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.13	0.08	0.35

分析师

刘小平 电话：010-85679696-8830

邮箱：liuxp@lianheratings.com.cn

陈 静 电话：010-85679696-8813

邮箱：chenjing@lianheratings.com.cn

传真：010-85679688

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层（100022）

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对桐乡市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为桐乡市城市基础设施建设的投融资平台，在区域经营、财政资金支持及经营性资产注入等方面的显著优势。联合资信同时也关注到公司项目建设周期长、投资额大等因素对公司经营的不利影响。

桐乡市政府近期不断注入优质经营性资产，有利于改善公司目前的盈利能力，公司整体偿债能力有望进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

2009年12亿元公司债券（以下简称“本期债券”）由湖州市交通投资集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任担保；桐乡市政府根据与公司签署的代建回购协议，安排专项资金用于回购投资项目；同时，桐乡市人大批准安排财政补贴收入专项用于公司城市基础设施项目建设和本期债券的本息偿付；公司将上述资金进入偿债基金专户管理，偿债基金实行封闭式运作；如出现本期债券未能按时、全额兑付债券利息或者本金的情况，则由桐乡市财政以财政资金或其他资金代为偿还。总体看，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来桐乡市总体经济实力和财政实力不断增强，为公司提供了良好的外部发展环境。
2. 公司是桐乡市重要的基础设施建设投资主体，具备区域经营优势。
3. 桐乡市政府在资产注入、项目资本金投入、贷款本息偿还等方面给予了公司大力支持。
4. 公司制定了多重有效保障措施，有助于降低本期债券的偿债风险。

关注

1. 公司从事的基础设施建设项目中公益类项目较多，建设周期长，资金需求量较大，市场化程度低，盈利能力弱。
2. 作为地方性投资企业，公司投资与经营主要取决于政府决策，对政府依赖程度高。
3. 桐乡市将进一步加大城市基础设施建设力度，公司未来资本性支出较大。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与桐乡市城市建设投资有限公司（桐乡城投）构成委托关系外，联合资信、评估人员与桐乡城投不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评估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。
- 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，未因桐乡城投和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 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。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由桐乡城投提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 桐乡城投 2009 年度 12 亿元公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、发债主体概况

桐乡市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”或“桐乡城投”）系经桐乡市人民政府“桐政发【2003】58号”文件批准，于2003年11月在桐乡市工商行政管理局注册成立，注册资本为3亿元。2005年12月31日，根据桐乡市人民政府“桐政函【2005】16号”文件，公司吸收合并桐乡市国有资产投资经营有限公司（以下简称“桐乡国投”），注册资本变更为4亿元。2007年9月，根据桐乡市人民政府“桐政函【2007】33号”文件，桐乡市人民政府将桐乡市水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）、桐乡市交通建设投资集团有限公司（以下简称“交投集团”）、桐乡市公益事业建设投资有限公司（以下简称“公投公司”）及桐乡市水利建设投资开发有限公司（以下简称“水利公司”）四个企业的国有股权无偿划入公司；同年，根据桐乡市人民政府“桐政函【2007】34号”文件和桐乡市财政局“桐财函【2007】67号”文件，市政府同意由公司出资设立桐乡市国源土地投资管理有限公司（以下简称“国源公司”），同时市财政局将市土地储备中心国有净资产加以确认，注入新设成立的国源公司。

公司是桐乡市财政局出资成立的国有独资公司，作为桐乡市城市基础设施建设投融资主体，目前公司具备三大职能：一是融资，依托政府有效资产，按市场化运作方式，多渠道筹措资金，满足城市建设和基础设施项目投资建设的资金需求；二是投资，投资重点是城市基础设施项目和市政公共设施；三是土地收储职能，高效运作城市资产，促进城市建设资金的良性循环和土地资本的不断增值。

公司与桐乡市财政局实行“两块牌子，一套班子”的运营模式，公司下设办公室、融资计划财务部及资产经营管理部等3个部门，截至2007年底，公司拥有全资子公司8家，控股子公司2家。

截至2007年底，公司（合并）资产总额

1198663.71万元，所有者权益823733.16万元；2007年实现主营业务收入19925.36万元，净利润30607.53万元；经营活动产生的现金流量净额44622.36万元，现金及现金等价物净增加额26138.27万元。

公司注册地址：浙江省桐乡市梧桐街道庆丰北路市财政大楼内；法定代表人：赵洪亮。

二、本期债券及投资项目情况

1. 本期债券概况

公司计划于2009年发行12亿元7年期的人民币公司债券（以下简称“本期债券”），本期债券利息采用固定利率，按年计息，不计复利。本期债券由湖州市交通投资集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任担保；桐乡市规划与建设局根据与公司签署的代建回购协议，安排专项资金用于回购投资项目；桐乡市人大安排财政补贴收入专项用于公司城市基础设施项目建设和公司债券的本息偿付。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金12亿元人民币，将全部用于污水处理及水务项目和城市基础设施建设项目。各子项目情况见表1。

表1 债券募集资金投向

项目	子项目	投资总额 (万元)	债券额度/投资总额
污水处理及水务项目	桐乡市污水处理尾水外排工程	105265	50.15%
	太湖流域桐乡市水环境综合整治工程	35299	
城市基础设施建设项目	桐乡市过境公路及高桥连接线项目	80838	
	桐乡市绕城西线公路建设项目	17860	
合计		239262	

(1) 桐乡市污水处理尾水外排工程

该项目已经浙江省发展与改革委员会“浙发改投资【2008】275号”文件批准。该项目

具体情况见表 2。

表 2 桐乡市污水处理尾水外排工程子项目内容

名称	投资总额 (万元)	资金来源 (万元)	建设期(年)
桐乡市污水处理 尾水外排工程	105265	政府投入和乡镇 配套: 50000	2008~2010
		企业自筹: 23265	
		债务资金: 32000	

该项目偿债资金主要来源: 该项目自身具有收益来源, 按日排放量 22 万吨, 计划收费单价 1 元计算, 预计年实现营业收入 7920 万元, 未来 10 年预计实现营业收入 7.92 亿元; 加之国家宏观政策上对供水、污水处理的支持, 其收费价格将调高, 项目未来收益有望进一步增加。

根据可研报告, 该项目投资回收期 10.91 年, 财务内部收益率 8.13%, 累计财务净现值 57409.66 万元。项目建成后, 桐乡区域水体环境质量可以得到明显改善, 内河环境压力也得到一定程度的缓解。

(2)太湖流域桐乡市水环境综合整治工程

该项目已经得到桐乡市发展与改革局“桐发改审【2007】158 号”文件的批准, 该项目具体情况见表 3。

表 3 太湖流域桐乡市水环境综合整治工程

名称	投资总额 (万元)	资金来源 (万元)	建设期 (年)
太湖流域桐 乡市水环境 综合整治工 程	35299	政府投入和乡镇 配套: 24699	2009~2010
		债务资金: 10600	

该项目偿债资金主要来源: ①河道整治周边地块增值带来的收益。例如北港河 6 号地块在综合整治前每亩 32 万元价格出让, 通过河道整治后, 每亩 68 万元, 其差价部分带来较大的收益; ②受益乡镇在土地出让金部分按照比例提取偿债资金。

该项目的建设虽然不产生直接的经济效益, 但由于桐乡市境内水体为平原河网, 纳污能力较小, 该项目建成后, 桐乡市内河水环境污染状况将得到改善, 桐乡市乃至整个环太湖杭嘉湖平原水环境质量得到提高。

(3)桐乡市过境公路及高桥连接线项目

该项目已经浙江省发展计划委员会“浙计设计【2003】297 号”及桐乡市发展和改革局“桐发改审【2006】138 号”文件的批准。该项目具体情况见表 4。

表 4 桐乡市过境公路及高桥连接线项目

名称	投资总额 (万元)	资金来源 (万元)	建设期 (年)
桐乡市过境 公路及高桥 连接线项目	80838	政府投入和乡镇 配套: 25838	2004~2009
		债务资金: 55000	

截至 2008 年底, 该项目已完成投资 60810.6 万元, 其中财政拨款 11950 万元, 银行借款 48860.6 万元, 项目已完成主体规模的 75.23%, 财政投入和乡镇配套资金未来年度里将会逐步归还部分银行贷款。

该项目自身具有稳定的收益来源, 主要通过收费站对车辆进行收费, 具备偿债能力。项目建成后, 将完善桐乡市整体交通基础设施体系。

(4)桐乡市绕城西线公路建设项目

该项目已经桐乡市发展计划局“桐计审【2003】199 号”文件批准。该项目具体情况见表 5。

表 5 桐乡市绕城西线公路建设项目

名称	投资总额 (万元)	资金来源 (万元)	建设期 (年)
桐乡市绕城 西线公路建 设项目	17860	政府投入和乡镇 配套: 4860	2004~2009
		债务资金: 13000	

截至2008年底，该项目已完成投资14708万元，其中财政拨款2565万元，银行借款12143万元，项目已完成主体规模的82.4%，财政投入和乡镇配套资金未来年度里将会逐步归还部分银行贷款。

该项目自身具有稳定的收益来源，主要通过收费站对车辆进行收费，具备偿债能力。项目建成后，将完善桐乡市整体交通基础设施体系。

三、行业分析

城市基础设施是国民经济持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作有着积极的作用，其发展一直受到中央和各地方政府的高度重视，并得到了国家产业政策的重点扶持。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，因此，扩大基础设施建设投资是国家积极财政政策的直接作用对象。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策。原国家体改办《1998年建设事业体制改革工作要点》规定的出台为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道，为全面引入市场竞争机制，构建市场经济下的城市基础设施建设体制奠定了基础，全国各地城市建设由此出现了全面建设、提高和完善城市功能的新局面。为进一步深化投资体制改革，国务院于2004年7月16日发布了“国务院关于投资体制改革的决定”。决定明确指出：要转变政府管理职能，确立企业

的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使；进一步拓宽企业投资项目的融资渠道，逐步建立起多种募集方式、相互补充的多层次资本市场；放宽社会资本的投资领域，鼓励和引导社会资本以独资、合资、合作、联营、项目融资等方式，参与经营性的公益事业、基础设施项目建设；规范政府投资行为，加强和改善投资的宏观调控，加强和改进投资的监督管理，最终建立起市场引导投资、企业自主决策、银行独立审贷、融资方式多样、中介服务规范、宏观调控有效的新型投资体制。

中国的政府性投资公司被明确为代表国家或地方政府专业从事固定资产投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数投资公司已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的政府性投资公司面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

整体看，投资体制改革加强了政府性投资公司的投资主体地位，落实了企业的投资决策权，拓宽了企业的融资渠道，为企业构建完整的城市基础设施投融资体系提供了政策支撑。从城市基础设施建设的未来发展看，随着中国国民经济持续稳定快速发展，财政收入不断增长，国家及地方政府对城市基础设施建设的投资仍将保持快速增长的趋势，这也是城市发展的客观需要。

四、经营环境

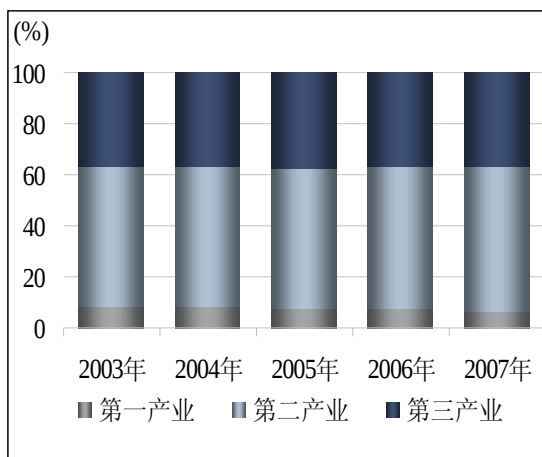
目前公司经营与投资的项目均在桐乡市。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济增长、财政收支状况和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

1. 经济概况

桐乡市为位于浙江省嘉兴地区的县级市。自 2003 年以来，桐乡市 GDP 年均增长速度超过 13%。2007 年桐乡市实现地区生产总值 272.1 亿元，按可比价格计算，比上年增长 15.8%，增幅较全国高出 4.4 个百分点。其中第一产业实现增加值 19.0 亿元，同比增长 6.3%；第二产业实现增加值 152.6 亿元，同比增长 17.1%；第三产业实现增加值 100.5 亿元，同比增长 15.6%。2007 年三次产业结构比例为 6.98:56.08:36.94，未来几年随着桐乡市重点培育的旅游业等第三产业的进一步发展，第三产业增加值占比将有待进一步提高。

2007 年桐乡市共完成全社会固定资产投资额 121.5 亿元，比上年增长 8.4%，其中限额以上投资 99.5 亿元，增长 3.9%。从投资构成看，工业生产性投入 75.1 亿元，基础设施投资 14.0 亿元。

图 1 桐乡市近年来生产总值构成

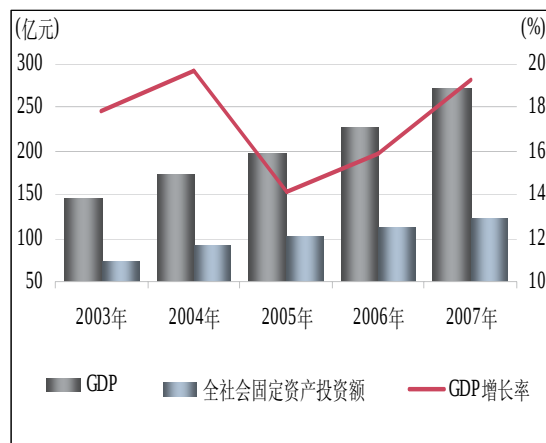


资料来源：桐乡市统计局统计年鉴

桐乡市经济的迅速发展使得居民收入水平大幅提高。2007 年桐乡市区居民人均可支配收入 20029 元，比上年增长 13.3%；农村居民人均可支配收入 10158 元，增长 11.4%。同期，全国城镇居民人均可支配收入 13786 元，比上年增长 12.2%；农村居民人均纯收入 4140 元，增长 9.5%。可见，桐乡人均收入及年增长幅度均远远超出全国平均水平。收入水平的快速提

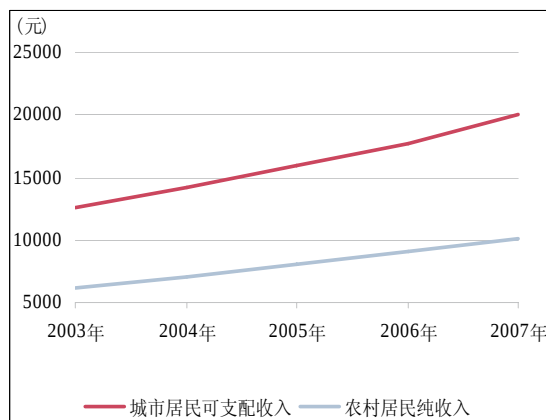
高，提升了区域内居民对生活环境和品质的要求，从而带动了对城市基础设施建设和公用事业的更多、更高需求。

图 2 桐乡市经济发展概况



资料来源：桐乡市统计局统计年鉴

图 3 桐乡市人均收入水平



资料来源：桐乡市统计局统计年鉴

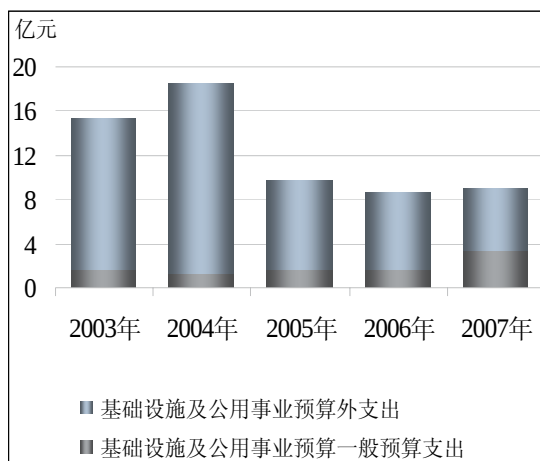
桐乡市经济的持续快速增长也拉动了桐乡市财政收入和本级财政收入的增加。桐乡市作为嘉兴地区的一个县级市，拥有市级财政自主权。2003 年至 2007 年桐乡市财政总收入从 16.4 亿元增加到 35.1 亿元，市本级财政预算内收入从 7.2 亿元增加到 17.1 亿元。2007 年桐乡市本级财政收入在财政收入中占比 48.72%，未来几年，随着桐乡市重点培育的旅游业等第三产业的进一步发展，桐乡市本级财政收入在财政收入中占比有望进一步提高。

桐乡市财政可支配的收入中除了本级财政

收入外，还有预算外收入。2003年至2007年桐乡市预算外收入从23.43亿元增加到38.69亿元，桐乡市预算内加预算外可支配的财政收入从40.63亿元增加到56.39亿元，市财政每年节余从4.63亿元增加到5.61亿元。可支配财政收入的稳定增长为桐乡市基础设施建设提供了可靠的资金支持和保障。

随着地方政府财政实力的增强和人民对城建需求的提高，近年来桐乡市政府加大了城市基础设施及相关公用事业的建设力度，2007年基础设施及公用事业一般预算支出金额达到3.28亿元，占全年财政一般预算支出的19.32%；基础设施及公用事业预算外支出金额达到5.68亿元，占全年财政预算外支出的17.48%。

图4 桐乡市基础设施及公用事业支出



资料来源：桐乡市统计局统计年鉴

2. 未来发展规划

桐乡市十三届人民代表大会第四次会议审议批准了《桐乡市国民经济和社会发展第十一个五年（2006-2010年）规划纲要》，该《规划》指出，“十一五”期间，桐乡将坚持按照建设“长三角经济强市、江南水乡文化名市、和谐发展文明新市”的发展定位，不断提高自主创新能力，打造“平安桐乡”，进一步提升改革开放和统筹发展水平，加快建设社会主义新农村，力争到2010年全面建成小康社会。预计2010年全市人均地区生产总值达到60000元以上；

“十一五”期间年均经济增长速度为12%左右，第三产业增幅快于地区生产总值增幅，产业结构更趋合理；万元生产总值综合能耗下降15%以上，循环经济发展取得重要突破。

城镇布局方面，《规划》总体构筑以城市中心区为主体、三个中心镇为骨干的“一主三副”城镇体系，通过交通路网，逐步形成开放式四个城镇组团布局。“一主”为城市中心区，到2010年基本形成60平方公里的城市框架，辐射新区濮院、龙翔、屠甸、高桥镇；“三副”为崇福、洲泉、乌镇等三个中心镇，到2010年分别初步形成10、6、5平方公里的城镇框架。

城建方面，市政府将加快城乡基础设施建设，大力推进等级公路建设和改造，提高内河航道等级，完善公交网络系统；建成运河水厂，加快供水输配管网建设和改造，实现城乡供水一体化；进一步完善垃圾收集处理网络。

联合资信认为，在桐乡经济持续将继续保持快速增长、地方财政实力不断增强、居民收入水平快速提升、城市化进程不断加速以及桐乡市“十一五”规划实施等有利形势下，桐乡市基础设施和公用事业建设拥有良好的发展前景。

五、基础素质

1. 企业竞争实力

公司作为桐乡市基础设施和公益事业建设投资的运作主体，地方政府的财政实力在一定程度上决定着公司的竞争实力，附近区域内其他经济实体的竞争格局也会影响桐乡市未来的经济发展趋势和当地的财政实力。

根据以财政收入为统计口径的“全国县域经济基本竞争力百强县（市）”排名中，2005～2007年桐乡市分别位居第24、31和29名。与其它大部分省市不同，浙江省财政收入统计口径中不含预算外收入，如若考虑预算外收入因素后，桐乡市在全国百强县（市）中的排名将更加优于目前的实力；另外，从浙江省全省进入

百强县（市）排名情况看，近年来桐乡市一直稳居省内第十位；在嘉兴地区5县2区的经济排名中也一直稳居第二位。

嘉兴地区下属5个县（市）经济实体均实施差异化发展战略，相互之间的竞争分化势态不强。经济实力在嘉兴地区排名第一的海宁市着重发展皮革、经编工艺；排名第二的桐乡市重点发展羊毛衫产业、皮革和化纤类产品；排名第三平湖市主要是外资企业和服装加工；排名第四的嘉善县为家具制造和销售；排名第五的海盐县是紧固件生产和销售。联合资信认为，嘉兴地区产业结构的合理布局，有利于各县市根据自身的比较优势，通过市场机制确立地区间的合作，实现经济的共同发展。

总体看来，桐乡市作为嘉兴地区乃至浙江省的经济强县，经济发展势头良好，财政实力较强；桐乡市与周边地区实行“差异化经营、共同发展”的格局有利于桐乡市经济实力的进一步稳定发展。公司作为桐乡市财政局组建的国有独资公司，竞争实力较强。

2. 人员素质

公司高管人员情况

公司自成立之初，法定代表人兼董事长均由当时在任的市财政地税局局长担任。公司本部高管人员与市财政地税局实行“一套班子、两块牌子”的运作模式。目前公司本部高管人员包括董事长和总经理共2名。公司董事长赵洪亮先生，现年44岁，曾任桐乡市政府办公室主任、桐乡市体改委办公室主任，现兼任桐乡市财政局和地税局局长；公司总经理杨亦青先生，现年50岁，会计师职称，曾任桐乡市财政局综合计划科副科长、国有资产管理科副科长、财政稽查队副队长、财政局政策法规科副科长等职务。高层管理人员具有多年的管理经验，管理能力和管理水平较高。

联合资信认为，公司本部高管人员与市财政局实行“一套班子、两块牌子”的运作模式，在公司经营管理初期有利于公司以及桐乡市城

基础建设的发展。但随着投融资体制的进一步深化，公司作为投资主体的地位有待进一步强化。

公司本部员工情况

截至2007年底，公司本部在职人员13人，其中具有中、高级职称的人员占总人数的16.15%。按文化程度分，大专及本科人员占84.62%，高中及以下占15.38%。公司本部员工的整体文化素质较好。

下属企业的员工情况

以下为截至2007年底公司下属重要的4家子公司员工情况。从表6可以看出，目前以下子公司的人员素质一般，但基本符合其所在行业人员需求的特征。

表6 部分下属子公司人员情况统计表

公司名称	文化素质构成（%）			年龄结构（%）			总人数
	初中以下	高中中专	大专以上	30岁以下	30至50岁	50岁以上	
交投集团	20.86	57.95	21.19	23.18	63.91	12.91	302
水务集团	7.02	53.51	39.46	31.44	63.55	5.02	299
公投公司	2.8	23.36	73.83	32.71	56.07	11.21	107
水利公司		7.14	92.86		92.86	7.14	14

资料来源：公司提供

3. 政府支持

公司作为桐乡市基础设施建设投融资的主要平台，自成立以来，政府在资产注入、项目资金投入、贷款本息偿还等方面给与了大力支持。

资产注入

根据桐乡市人民政府2005年12月31日下达的“桐政函【2005】16号”文件，公司与桐乡国投进行合并，组建新的“桐乡市城市建设投资有限公司”，并调整和增加注册资本。

根据桐乡市人民政府2007年9月20日下达的“桐函政【2007】33号”文件，桐乡市人民政府同意将水务集团等四家企业国有产权划转至公司；同时根据2007年9月20日桐乡市

人民政府“桐政函【2007】34号”文件精神，桐乡市人民政府将桐乡市土地储备中心国有净资产加以确认，注入新设成立的国源公司。

由此可见，桐乡市政府对于优质资源的整合，有利于桐乡城投提升自身融资能力和市场化运作的能力。

项目资金支持

桐乡市政府在每年人大财政会议中优先安排公司基础设施项目资金，作为公司的补贴收入。对于2007年9月新划拨或者新设立公司从财政获得的补贴收入，在整合之前均由财政直接划拨到原有单位。所以以下关于2004-2007年补贴收入仅反映桐乡城投及其2007年9月以前并入桐乡城投的下属子公司从财政获得的补贴收入情况。

根据桐乡市财政局“桐财函【2004】87号”文件《关于市财政资金作为市桐乡城投当年补贴收入的通知》，市财政2004年度安排1530万元作为当年公司财政补贴收入，公司当年实际收到1530万元。

根据桐乡市财政局“桐财函【2005】69号”文件《关于市财政资金作为市桐乡城投当年补贴收入的通知》，市财政2005年度安排13200万元作为当年度公司财政补贴收入，另270.60万元为财政贴息收入。2005年公司实际收到补贴收入13470.60万元。

根据桐乡市财政局“桐财函【2006】97号”《关于市财政资金作为市桐乡城投当年补贴收入的通知》，市财政2006年安排2150万元作为当年公司财政补贴收入，828.24万元作为财政贴息收入。2006年公司实际收到补贴收入2978.24万元。

根据桐乡市财政局“桐财函【2007】70号”、“【2008】8号”文件《关于市财政资金作为市桐乡城投当年补贴收入的通知》，市财政2007年度安排21628万元作为公司当年度财政补贴收入，534万元为财政返还收入，372万元为财政贴息收入，83万元为费用补贴；下属子公司水务集团2007年度收到6847.47万元补贴收入，

11.33万元节能项目补贴；下属子公司交投集团2007年度收到150万元财政补贴，293万元公路整治、畅通拨款；下属子公司公投集团收到511.44万元财政补贴；下属子公司诚信担保收到50万元担保服务补贴，22.04万元税费返还。2007年度公司（合并）实际收到补贴收入30502.28万元。

此外，根据桐乡市政府“桐政函【2008】42号”文件规定，市政府承诺每年将按财政补贴计划给予桐乡城投财政补贴，并将该财政补贴列入当年财政预算。根据桐乡城投未来资金需求，2009~2015年拨付桐乡城投财政补贴30亿元，计划如表7所示。联合资信认为，该资金在未来几年逐年被纳入财政预算内支出，资金投入保障力度高；如果从桐乡市每年财政结余资金中分期补贴，结合上文分析可知，2003年桐乡市财政结余为4.63亿元，2007年增加到5.61亿元，桐乡市历年财政结余资金均能覆盖上述年均4.30亿元的资金支持，考虑到财政收入的增长，市财政对上述30亿元财政补贴收入的覆盖程度较高。

表7 2009~2015年桐乡财政补贴计划

（单位：亿元）

年度	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
金额	3	4	4	4	5	5	5
合计							30

数据来源：公司提供

贷款本息偿还

由于公司所投资的项目绝大部分为公益性项目，而这些项目前期投资资金需求量大，单纯依靠政府当年财力远不能满足，银行借款成为弥补资金缺口的主要方式之一。对于公益性项目投资导致的银行借款，由桐乡市人大针对具体借款项目出具了将贷款本息纳入财政的人大决议。

根据桐乡市人民政府下达的“桐政函【2005】31号”文件，市政府就桐乡市过境公

路及高桥连线项目贷款有关问题作出承诺，根据文件精神，市政府同意从市财政预算内外支出中安排资金32125万元补贴给公司，作为项目资本金；同时指定公司作为项目的借款人，向国家开发银行申请贷款47500万元；市政府负责在2007年至2014年期间每年从市财政预算内外支出中安排资金对公司提供财政定额补贴，用于归还该笔贷款本息，财政补贴资金2007-2014年分别为：7269万元、6994万元、7203万元、7867万元、7984万元、7586万元、7673万元和7730万元，共计60306万元。

根据桐乡市人大下达的“桐人大【2005】32号”文件，市人大同意市政府将向国家开发银行申请的濮院镇城乡供水一体化项目还贷资金纳入财政预算。文件表明，市人大同意市政府从2007年至2018年在市财政预算中每年分别安排1300万元、1360万元、1420万元、1470万元、1520万元、1530万元、1560万元、1520万元、1520万元、1520万元，共计17760万元用于归还贷款本息。

由此可见，公司在发展过程中，一直得到来自政府财政资金和政策支持，并且由于公司的特殊性质，这些支持今后仍将得以继续。这对于公司正常、良性和可持续经营发展是一种有力的保障。

六、公司管理

公司采取国有独资公司形式，行使授权范围内国有资产出资人权利，是代表桐乡市政府进行城市基础设施及公益事业建设、投资的企业法人。按照《公司法》要求，公司设立了董事会、监事会和经理层的法人治理结构。董事会是公司的决策机构，经理层行使董事会授予的职权。公司董事、监事均由桐乡市财政、机关事务局领导兼任。公司本部共设三个职能部门，即办公室、融资计划财务部及资产经营管理部，部门设置较为简单，基本满足目前管理需要。

从本部层级上来看，由于公司承担着较多的政府性职能，目前管理带有较浓的行政计划色彩，加之成立时间不长，公司市场化运作程度不高；从公司本部对下属子公司的管控力度看，由于重组时间尚短，公司本部在资产管理和人事等方面还需要进一步整合，但考虑到：

①吸收合并的国投公司，以及划转过来的水务集团、交投公司、公投公司的原始出资人与桐乡城投的出资人均均为桐乡市财政局；②划转过来的水利公司，原始出资人为原有的桐乡市国有资产管理办公室，后桐乡市国有资产管理办公室变更为桐乡市财政局国资科。由于桐乡城投董事长为市财政局局长，加之对于桐乡市国有资产的考核等职能均由财政局担任。基于上述这种股权和管理关系，公司本部对吸收合并及划转的子公司具有很强的控制力，公司未来整合趋势向好。

从内部管理来看，公司根据自身特点建立了相应的管理制度。投融资管理方面，公司实行“四定二分”管理办法，即公司按照市政府当年城市建设计划要求订政策、定盘子、定资金、定监管模式；具体项目执行时，由项目公司按照市政府下达的任务分别融资和分头实施。

总的来看，公司法人治理结构较为完善，但市场化运作程度不高。公司对2007年新并入的下属企业的整合管理还没有完全到位，但由于公司的主要负责人由市财政局领导担任，公司对下属子公司的实际控制力较强。

七、公司经营

公司下属10家子公司中，最重要的5家子公司均是2007年9月划转并入或者新组建，公司本部主要为管理职能，并没有实质性参与下属子公司的经营运作，下文将以5家重点子公司所经营的业务领域作为分析对象。

1. 水利投资

(1) 行业背景

洪涝灾害历来是桐乡市发生最频繁、损失最严重的自然灾害。根据资料记载,解放以来,桐乡市区域内共发生洪涝灾害 40 余次。因而,桐乡市政府也将水利基础设施建设的重点放在防洪抗台的城市防洪工程建设上。

城防工程的建设具有重要的现实效益。(1)社会效益,在城市区域内建立科学合理的排水系统,加强排水、防洪措施管理,平衡水系,提高城区抗洪能力,可保障人民安居乐业和社会各行各业的持续发展;(2)环境效益,合理布局市区水系,改善河道沿途生态环境和景观,可提高人民生活品质;(3)经济效益,通过河道整治,沿途土地增值明显。同时通过疏拓水运航道,提高河道通航能力,有利于促进水运经济的发展。

(2) 下属子公司经营情况

目前负责全市防洪工程建设的唯一主体是桐乡城投下属子公司水利公司。水利公司由国有资产管理办公室 2001 年 12 月组建成立,2002 年和 2004 年增资后,水利公司注册资本为 8000 万元。2007 年 9 月水利公司划转至桐乡城投。截至 2007 年底,水利公司资产总额 30009 万元,负债总额 13427 万元,净资产 16582 万元。

水利公司主要按照《桐乡市城市防洪规划》的设计进行城市防洪水利工程建设。该工程分为两期,目前一期已基本竣工,但尚未验收结算,二期工程建设期至 2008 年。按照规划设计,二期工程完成后,桐乡市区的防洪标准全面达到 50 年一遇的设计要求。

2001~2007 年,水利公司累计投资 2.75 亿元,累计整治河道 31.1 公里,新筑护岸 50.7 公里,建造桥梁 31 座,开挖土方 285.3 万立方米,安装护栏 5.2 公里。

表 8 防洪工程三期项目资金情况

项目名称	一期工程	二期工程 I (04-06)	二期工程 II (07-08)
建设工期	2001-2003 年底	2004-2006 年	2007-2008 年
资金来源 (万元)	财政拨款 4380	财政拨款 3600	财政拨款 350
	受益单位 2830	受益单位 130.9	受益单位筹措 1705 (已到位 1644.81)
	银行贷款 5600	银行贷款 10000	银行贷款 4000
还款来源 (万元)	财政预算 1800	财政预算每 年 1600	还款计划有待 安排
	土地出让金 3800	土地出让金 每年 2126	
	目前银行贷 款已还清	还贷期 2008-2010 年	

数据来源:公司提供

水利工程纯公益性质也决定了水利公司的经营运作模式,即防洪工程建设资金主要来源于市财政拨款、沿途直接受益单位出资及银行贷款三个方面。根据“桐政函【2004】6 号”文件关于《桐乡市人民政府关于筹措城市防洪工程还贷资金的通知》,水利公司银行贷款的还款来源是财政收入和土地出让金。表 8 列示了水利公司出防洪工程两期项目资金来源大体情况及还款资金规划。

(3) 未来发展规划

桐乡市城市防洪规划至 2020 年,前两期工程完工后,水利公司将开始筹备其他防洪工程,可以预见未来工程全部竣工后,桐乡市防洪能力将得到进一步提升。

2. 水务处理

(1) 行业背景

水务包括供水、排水、污水处理和水污染防治等多个领域。水务项目投资规模大、回收

期长，行业具有典型的自然垄断属性和规模经济效应，同时，受供排水管网分布的地域限制，水务企业服务范围大多具有地域限制。

“水资源短缺、水污染严重”一直是制约中国社会发展的突出矛盾之一。近年来，随着对资源及环保问题重视程度的提高，政府相继出台了鼓励水务发展的城市供水价格改革措施及污水处理等政策措施，例如在水务领域积极推动多元化投资政策，向民间资本开放水务运营市场，民营资本、国外资本开始相继进入中国水务市场，水务投资主体开始多元化。此外，国家还采取了逐步推行水价的市场化定价机制，提高污水处理费等措施。但目前，中国水价仍由地方政府控制，且价格管制政策在相当长的一段时间内仍然存在；与成熟水务市场相比，中国水价中所包含的水资源费和污水处理费占比偏低，水价构成仍然不尽合理；现行水价政策对水务企业经营业绩起到决定性影响。

目前，中国污水处理率是 45.60%，一多半污水没有得到有效处理。为加快城镇污水处理设施建设，改善中国水环境质量，提高水资源利用率，促进环境保护与经济社会协调发展，中国编制了《“十一五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》(以下简称“《规划》”)。根据《规划》要求，到 2010 年底，全国城镇污水处理率平均达到 60%以上，其中省会以上城市平均达到 80%以上、地级市平均达到 60%、县级市平均达到 50%，县城城市达到 30%；城市污水处理厂负荷率达到 70%；北方地区缺水城市再生水利用率达到污水处理量的 20%以上。同时，《规划》重点要求优先建设配套管网、加快污水处理设施建设、重视污泥安全处置和积极推动城市污水再生利用设施建设等几个方面。随着国家扶持政策的陆续出台，污水处理行业将会迎来一个大的发展契机。

桐乡市地处杭嘉湖平原腹地，境内河网密布。桐乡市现仅有唯一一家供水企业-水务集团。由于行政区划和管辖的原因，桐乡市内 8 家污水处理厂没有进行整合，部分污水处理厂

产品质量较差，价格较高。未来几年内，实现城乡供水、污水处理一体化是桐乡市城市一体化建设发展目标之一。

(2) 下属子公司经营情况

作为公司的全资子公司，水务集团从事自来水的生产、销售、给排水、污水处理的投资建设与运营及纯净水的生产、销售，是公司水务经营主体。截至 2007 年底，水务集团资产总额 10.23 亿元，负债总额 4.09 亿元，净资产总额 6.14 亿元，2007 年实现净利润 7104 万元；水务集团共拥有水厂 3 个，污水处理厂 1 个，日供水能力 34 万吨，日制水量 22 万立方米，承担着桐乡区域内所有的供水任务，在当地市场具有规模优势和垄断优势。

在污水处理方面，桐乡市区域内现有 8 家污水处理厂，日污水处理能力 15 万吨。但由于设计时没有整体规划，8 家污水处理厂发展参差不齐，小型企业日污水处理能力仅能达到 2000 吨，大型达到 50000 吨；部分污水处理厂产品质量较差，处理后的水质不能达标；污水处理费用差别较大，部分污水处理企业经营效益很差。针对以上污水处理环节的问题，桐乡市政府提出对区域内所有污水处理厂进行整合，进而制定城乡污水处理一体化项目。计划三年内完成整合任务，收购民营污水处理厂，整合现有污水处理厂，最终达到区域内仅有 3 家污水处理厂，日污水处理能力达到 22 万吨，污水处理费用整体下降到 1.57 元/吨。2005~2007 年水务集团经营情况见表 9，其中：2005~2006 年利润总额均为负，主要是因为市财政将其他单位投资建设的自来水管网(价值 1 亿元)划入水务集团，水务集团按照 10 年提取折旧，每年折旧额达到 1 千万；2007 年水务集团利润总额有明显改善，主要是由于水务集团获得 6858.8 万元财政补贴收入。

表 9 2005~2007 年水务集团经营指标

项 目	2005 年	2006 年	2007 年
下属水厂数量 (个)	2	2	2
平均日制水量 (万立方米)	19	19	18.32
售水量 (万立方米)	3932	4993	5806
自来水用户数 (万户)	62899	83844	115000
管网压力合格率 平均值 (%)	100	100	100
管网水质综合合格率 平均值 (%)	99.50	99.70	99.6
电耗平均值 (千瓦时/立方米)	0.26	0.3	0.32
污水处理量 (万立方)	1254	1720	1735
污水处理率平均值 (%)	71.8	83.1	85.7
主营业务收入 (万元)	10552	13721	18899.43
利润总额 (万元)	-384	-107	7103.86

数据来源：公司提供

除供排水总量增减等因素外，水价调整成为影响水务集团经营业绩的关键因素。2006 年，桐乡市的供水价格上调（见表 10），对用水分类进一步细化，施行差异化定价。虽然经过 2006 年水价的调整，但目前桐乡居民用水价格 1.25 元/吨在嘉兴地区仍然是最低，预计 2008 年水价会进一步上调 0.20 元/吨。污水处理价格未来三年内会稳定在 1.57 元/吨，从 2011 年起将会进行调整，2011 年调整为 2 元/吨，到 2015 年调整为 2.4 元/吨。未来可预见的供水和污水费价格的调整及级差水价政策实施对公司业绩产生积极有效的影响。

表 10 桐乡供水价格变化趋势

自来水价格 (元 / 吨)	2005 年	2006 年	2007 年
居民生活用水	1.05	1.25	1.25
二级供水	1.10	1.10	1.10
基建用水	1.85		
单位用水	1.40		
非经营性用水		1.85	1.85
经营性用水		1.90	1.90
特种行业		3.00	3.00

数据来源：公司提供

(3) 未来发展规划

未来几年，桐乡市政府仍将着眼于经济和环境的协调发展，加大对水务行业发展的支持力度。水务集团的城镇污水处理工程和城市供水一体化工程已基本完成，未来投入的重点即为尾水外排工程。随着这些工程的陆续完工，桐乡市供水、污水处理能力将得到较大改善，水务发展前景良好。

3. 交通建设

(1) 行业背景

交通建设包括城市道路、水路航道、城市公交系统的修建和维护。桐乡市地处浙江省北部杭嘉湖平原腹地，东距上海市 115 公里，北离苏州 74 公里，南临杭州 35 公里，居沪、杭、苏金三角地带之中。地理位置优越，交通便捷发达，沪杭高速公路、320 国道、京杭大运河横贯全境，交通基础设施良好。

近几年，交通系统建设一直为桐乡市基础建设的重心，2004~2007 年期间，桐乡市用于交通设施财政拨款累计金额高达 7.81 亿元左右。良好的交通基础设施也促进了地方交通运输业的发展。2007 年桐乡市货物周转量 20.4 亿吨公里，比上年增长 9.9%，其中公路 2.6 亿吨公里，水路 17.8 亿吨公里；旅客周转量 7.9 亿人公里。可见，桐乡市货物运输主要依赖于水路运输，交通运输增长也主要来源于货物运输的快速增长。未来随着过境公路及高桥联线的建成、东宗线改造二期项目的竣工，桐乡市交通运输会有更大幅度的增长。

(2) 下属子公司经营情况

交投集团是公司下属进行交通基础设施建设、投资和经营开发的主体。交投集团成立于 2006 年 5 月，注册资金 3 亿元人民币，是由原桐乡市交通建设投资有限公司改组成立的。截至 2007 年底，交投集团资产总额 22.41 亿元，负债 14.71 亿元，净资产 7.7 亿元，2007 年实现净利润 58.27 万元。交投集团近三年的收入主要由财政拨款、通行费收入和汽运收入三部

分构成，交投集团依靠这些收入来平衡建设项目的资金支出。

表 11 近年来交投集团收入来源情况

收入来源（万元）	财政拨款		通行费收入	客运收入	
	预算内	预算外		收入	利润
2004	4400	20250	4080	2134.74	196.16
2005	4400	11279	4162	2501.44	104.78
2006	7000	6771	5265	3066.97	8.35
2007	6000	2405	5899.51	3427.79	0.50

注：2006 年客运利润里不包括 2007 年 11 月财政下拨汽运公司 2006 年度三级公交亏损补贴 150 万元；资料来源：公司提供

目前，交投集团主要从事收费还贷公路的经营，其直接经营和管理的收费公路共有 2 条，为湖盐公路桐乡段和桐德公路桐乡段。湖盐公路于 2004 年 4 月开始收费，现已评定收费年限

为 23 年，是交投集团目前运营收费公路中收益最好的线路，也是交投集团现阶段通行费收入的主要来源；桐德公路于 2006 年 6 月开始正式收费。

表 12 交投集团目前主要运营的收费公路情况

运营路段名称	路段性质	长度（公里）	通车时间	2007 年车流量 （万辆）	2005 年收费额 （万元）	2006 年收费额 （万元）	2007 年收费额 （万元）
湖盐公路	一级公路	22	2001.1	1260.76	4162.63	4787.89	4928.05
桐德公路	一级公路	25.86	2005.12	183.68		477.73	971.47

数据来源：公司提供

交投集团目前在建的收费公路项目主要是过境公路及高桥连接线工程。高桥连线是沪杭高速的一段，长约 42 公里，投入资金 9.47 亿元，项目基本主体已完成，尚未进行竣工结算。过境公路及高桥连线已经浙江省人民政府办公厅“浙政办函【2007】24 号”文件的批准收费标准，但现尚未开始收费，由屠甸收费站和高桥收费站代为征收。预计未来，该项目正式运营收费，交投公司每年通行费收入可达 8000 万元左右。

桐乡市每年货物运输的增长主要依靠水路运输的增长，交投集团未来几年的投资重点也将转向航道建设。目前，交投集团主要的水路建设项目即为东宗线航道改造项目。该项目分为两期工程，一期工程已基本结束，总投资 3.46 亿元，主要由浙江省财政补贴和桐乡市配套资金解决；二期工程 2007 年开工，建设期为 3 年。水路运输具有成本低，污染小的特点，随

着东宗线航道改造工程的竣工，桐乡市水路运输能力将会得到进一步的释放。

城市公交方面，交投集团一直重视发展城乡公交一体化建设，大力发展公共交通事业，优化运力结构。交投集团于 2005 年建成桐乡新车站，车站占地面积 80012 平方米，总投资 7800 万元。

（3）未来发展规划

未来随着桐乡市城乡公交一体化体系的进一步深化，交投公司的投资重点也将向农村公路建设方向倾斜，提高城乡公交的覆盖密度，改善路网结构，挖掘公交效益。

4. 公益事业

公司下属子公司公投公司负责桐乡市城市基础设施建设项目。公投公司成立于 2005 年 12 月，是在原桐乡市城市基础设施建设开发公司改组基础上成立的，注册资本 1.1 亿元人民

币，于 2007 年 10 月划转至公司。截至到 2007 年底，公投公司资产 10.93 亿元，负债 8.94 亿元，净资产 1.98 亿元，2007 年实现净利润 907.18 万元。

公投公司主要投资建设的三个重要项目为：北港河综合整治工程，总投资 15.73 亿元，现余有部分存量土地和房产尚未出售，项目整体收支基本持平；复兴路改造，总投资 4.56 亿元，项目整体净收益 3212 万元；东兴拆迁安置工程，投资 2.66 亿元，目前项目余有部分房产尚未出售，整体净收益 4682 万元。随着三个项目的逐步完工，桐乡市市区面积的 2/3 得到了改造，城市面貌发生了较大的改变。2007 年，公投公司计划实施两个重点城区改造项目：康泾塘东岸综合整治工程，计划总投资 3.68 亿元，项目预计收益 1 亿元；庆丰北区改造，计划投资 5 亿元，项目预计收益 1.5 亿元。工程建设期为 2007-2010 年。

公投公司运营模式主要是：小项目实报实销，由财政全额拨款承担；大项目由改造建设房屋出让和土地出让金收入分成来平衡支出。目前，公投公司存量土地储备量较大，可出售或自行开发土地 1450 亩，已征用未收储土地 6500 亩。公投公司预计今后未来几年内的土地出售计划及收益为：2007 年 380 亩，净收益 7000 万元；2008 年 450 亩，收益 5500 万元；以后几年内，平均每年 400 亩左右，净收益 4000 万元左右。可见，未来随着桐乡城市化建设步伐提速，公投公司的土地价值也会进一步显现出来，公益事业发展前景看好。

5. 土地储备

桐乡市财政局将桐乡市土地储备中心的部分储备土地使用权进行价格评估，经“桐财函【2007】67 号”文件批准，将评估过的土地资源注入到公司下属子公司国源公司。

土地总面积为 4124.22 亩，经浙江利达土地评估规划咨询有限公司的评估价值为 52.53 亿元。土地为国有储备土地，规划用途为商业、

住宅用地，评估价格为国有出让土地的权利价格，使用年限设定为商业 40 年，住宅 70 年。未来土地出让时取得的收入（土地出让金减去每亩 10 万元的收储成本）中 20%上缴省财政，其余 80%将返还给国源公司。可见，公司未来可以获得大额的土地出让金分成收入。

总体看，公司所拥有的经营性资产具有垄断优势。随着基础设施的完善，公司对城建资产整合的深入，公司主营业务收入将持续增长，盈利能力也将不断提高；非盈利资产，由于有市财政的大力支持，运营前景良好。

八、财务分析

公司提供了 2005~2007 年度三年连审的合并财务报表，以上合并财务报表经大信会计师事务所有限公司审计，并出具了无保留意见审计结论。

截至 2007 年底，公司（合并）资产总额 1198663.71 万元，负债总额 370458.59 万元，所有者权益 823733.16 万元；2007 年公司实现主营业务收入 19925.36 万元，净利润 30607.53 万元；现金及现金等价物净增加额 26138.27 万元。

2005~2007 年度公司合并范围变化较大：

- ① 2005 年 12 月 31 日桐乡城投吸收合并桐乡国投，原桐乡国投下属 4 家子公司同时划入公司；
- ② 2007 年 9 月 20 日，公司合并了水务集团等 4 家公司，新设了国源公司。

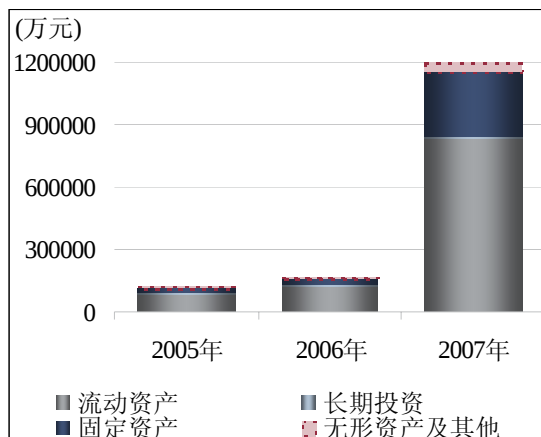
近几年由于公司合并范围变化较大，财务数据可比性不强，因此，联合资信将主要以公司 2005~2006 年及 2007 年合并报表数据为依据分别进行分析。

1. 资产质量

2005~2007 年，随着公司对外扩张速度加快，吸收合并动作频繁，其资产规模增长很快。2005~2006 年，公司合并资产分别为 122530.16 万元和 166050.91 万元。截至 2007 年底，公司合并资产 1198663.71 万元，较 2006 年增长

621.87%，其中流动资产和固定资产分别占69.56%和26.13%，长期投资净额占0.60%，无形资产及其他占3.71%。公司资产以流动资产为主。（见图5）

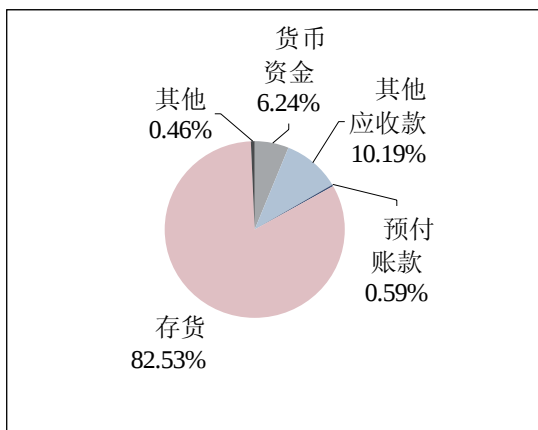
图5 2005~2007年公司资产结构及规模



资料来源：公司提供

2005~2006年，公司流动资产分别为84212.08万元和125710.96万元。截至2007年底，公司流动资产833768.04万元，其中货币资金占6.24%，存货占82.53%，其他应收款占10.19%，应收票据、应收账款和预付账款分别占0.04%、0.40%和0.59%。公司流动资产以存货、其他应收款和货币资金为主（见图6）。

图6 2007年公司流动资产构成



资料来源：公司提供

2005~2006年，公司货币资金分别为46602.17万元和25911.70万元，主要因为参股公司桐乡经济开发区基础设施建设有限公司（以下简称“桐乡基建”）的资金拆借增加所致。

截至2007年底，公司货币资金52049.97万元，其中93.83%为银行存款。公司货币资金2007年底较2006年底增长100.87%，主要是因为增加合并子公司所致。

2005~2006年，公司应收账款分别为12424.44万元和3874.91万元，主要是因为加强资金回收所致。截至2007年底，公司应收账款3276.18万元，较2006年减少12.87%。从账龄看，1年以内的占87.02%，1~2年的占2.52%，2~3年的占3.32%，3年以上的占2.62%，应收账款以一年以内为主。公司应收账款占比很小，而且账龄短，对公司流动资产质量影响较小。

2005~2006年，公司其他应收账款分别为24928.77万元和95431.64万元，主要是对桐乡基建等公司的往来款。截至2007年底，公司其他应收账款84963.13万元，较2006年减少10.97%。从账龄看，1年以内的占53.52%，1~2年的占30.43%，2~3年的占4.08%，3年以上的占11.51%。其他应收款主要为桐乡基建和桐乡市财政局的往来款。从欠款分布看，2007年底公司其他应收款前五名债务人欠款资金合计为58525万元，在其他应收款中占68.72%，其他应收款集中度较高。2007年底其他应收款坏账准备余额196.26万元，计提比例较低。但由于公司其他应收款项主要为政府所属部门和政府扶持企业的借款，回收的可能性较大，风险较小。

2005~2006年，公司存货分别为120.72万元和336.17万元。截至2007年底，公司存货688073.57万元，大幅增长2045.82%，主要是因为2007年新增子公司桐乡国投存货中的土地价值较大所致（2007年年末账面价值为601288.55万元）。由于此次注入到公司的土地均在桐乡市区，用地性质均为商业用地和商住用地，随着桐乡市城市功能的不断完善，公司土地存货增值空间大。

2005~2006年，公司固定资产合计分别为24792.26万元和26946.57万元。截至2007年

底，公司固定资产合计 313193.58 万元，其中固定资产净额 172758.25 万元，占比 55.16%；在建工程 140435.33 万元，占比 44.84%。公司固定资产 2007 年末比 2006 年末增长 558.64%，主要是本年新增子公司交投集团并入公路资产和新增子公司水务集团并入管网资产所致。2007 年公司计提折旧费用 3276.87 万元。公司在建工程 2007 年末比 2006 年末增长 194.82%，主要是本年新增子公司交投集团尚未建成的公路所致。公司固定资产和在建工程均未计提减值准备。

由于合并范围变化较大，资产结构变化较大。总体来看，公司资产规模扩张迅速，流动资产所占比重较高；其他应收款数额相对较大，债务分布较为集中，考虑到其他应收款的款项性质，公司坏账准备计提比例较低；公司土地存货规模大，流动性强，且具有一定的升值空间；综上所述，联合资信认为目前公司整体资产质量较好，资产结构符合城市基础设施建设企业的特征。

2. 负债及所有者权益

2005～2006 年，公司所有者权益分别为 58266.17 万元和 63578.65 万元。截至 2007 年底，公司所有者权益 823733.16 万元，同比增长 1294.61%，其中资本公积占 89.08%，实收资本、盈余公积和未分配利润分别占 4.86%、0.61% 和 5.46%。由于桐乡市政府将 4 家企业划拨、1 家企业改制后并入公司，使得公司资本公积项下股权投资准备增速极快，所有者权益结构也相应发生变化。

由于合并范围扩大，公司负债总额增速较快。2005～2006 年，公司负债合计分别为 63231.33 万元和 98699.61 万元。截至 2007 年底，公司负债合计 370458.59 万元，同比增长 275.34%，其中流动负债占 39.43%，长期负债占 60.57%，长期负债占比较大，符合基础设施建设投资行业特性。流动负债中，主要包括短期借款（占 19.12%）、一年内到期的长期负债

（占 17.15%）和其他应付款（占 57.00%，占比上升主要是因为本期增加合并报表单位所致）。长期负债中，长期借款 221838.47 万元，占比 98.87%，其中质押借款 107019 万元（主要包括由国开行 2004 年和 2005 年分别提供的本金为 10000 万元 11 年期项目贷款和本金为 47500 万元的 10 年期项目贷款，以上两笔借款桐乡市政府同意从市财政预算中分别分年安排合计 17760 万元和 60306 万元用于还本付息；由工商银行 2006 年提供的本金分别为 20759 万元和 24400 万元的 8 年期贷款，以上两笔借款分别以桐德公路和湖盐公路的收费权质押）；抵押借款 988218 万元（主要包括工商银行 2006 年提供的 8 年期土地抵押合同 55800 万元；2007 年提供的 1 笔 6 年期、2 笔 7 年期、1 笔 8 年期共计 27250 万元的固定资产借款合同，由桐乡市财政局预算内拨入资金和土地出让金还本付息）。通过上文分析可知，桐乡市经济实力较强，发展势头强劲，每年可支配的财力逐年稳定增长，联合资信认为，桐乡市政府对于以上相关政府性债务偿还能力强。

由于所有者权益增速远高于负债总额的增速，使得公司账面反映的债务水平下降很快。截至 2007 年底，公司账面反映的资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 30.91%、25.11%、21.13%，由于上述共计 6 笔政府性债务不构成公司实际债务负担，因此，剔除以上政府性债务后，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率将分别为 23.78%、14.20% 和 18.90%，公司实际债务压力很小。

如果加上本期计划发行的 12 亿元公司债券，剔除现有的政府性债务因素后，公司的资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化率将分别为 30.71%、23.69% 和 27.42%。本期公司债券发行对于公司债务结构影响较大，但鉴于桐乡市财政对于本期公司债券的偿还安排，有助于缓解本期公司债券发行对于公司的实际债务压力。

根据桐乡市城市规划，“十一五”期间公司投资规模继续加大，资金来源主要为桐乡市政府2008年至2022年期间对公司提供合计20亿的元财政资金，由于公司投资的高峰期主要是在未来3~5年，而财政资金分期划拨与投资资金集中需求存在一定的时间差，因此，在未来3~5年公司债务资金需求将增长较快，但考虑到市政府的未来的资金支持，公司未来实际资金压力尚在可承受范围之内。

3. 盈利能力

公司是桐乡市城市基础设施建设投融资主体，2007年之前公司投资项目主要是公益性城市基础设施，2007年9月资产划转和改制后，新合并的水务板块和交通板块经营性较强，此外，改制设立的国源公司，土地质量较好，升值空间较大，但收益要在未来几年逐步实现。因此，目前公司主营业务收入与公司资产规模相比相对较小。

表 13 2006~2007 年公司主营业务收入构成
(单位: 万元, %)

项 目	2006 年		2007 年	
	收入	占比	收入	占比
自来水销售			2902.52	14.57
污水处理费			876.51	4.40
安装			1509.80	7.58
货物销售			2981.17	14.96
安置房销售	96.80	1.16	1987.82	9.98
通行费			1677.84	8.42
运输			1331.09	6.68
担保	549.06	6.58	501.39	2.52
供热	7454.67	89.38	5853.86	29.38
其他	239.98	2.88	303.37	1.52
合计	8340.51	100.00	19925.36	100.00

资料来源: 公司提供

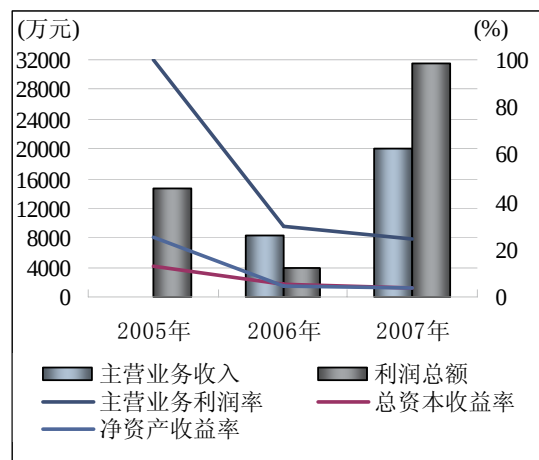
2005~2006 年, 公司主营业务收入分别为 8.30 万元和 8340.51 万元; 利润总额分别为 14749.59 万元和 3900.21 万元, 其中供热收入和利润总额在 2006 年分别占 89.29% 和 69.32%。2007 年, 公司实现主营业务收入和利润总额分别为 19925.36 万元和 31502.72 万元, 随着合并公司的增加, 主营业务收入来源渠道日益多元化, 其中供热收入占比下降为 29.38%, 新增的自来水和货物销售收入分别占 14.57% 和 14.96%, 预计 2008 年随着公司整合的深入和逐步步入经营正轨, 各板块收入贡献将进一步提升。

受公司经营特性决定, 一方面由于公司资产以公益性为主, 资产自身盈利能力弱, 另一方面由于管理费用较大, 导致公司营业利润较小甚至为负, 2006 年和 2007 年公司营业利润分别为 599.87 万元和 -253.20 万元。

财政补贴收入是公司利润总额的重要来源。2005~2007 年, 公司分别获得财政补贴收入 13470.60 万元、2978.24 万元和 30502.28 万元, 财政扶持力度很大。

从盈利指标看, 2005~2007 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势, 2007 年分别为 24.50%、3.48% 和 3.72%, 整体盈利能力偏弱。

图 7 2005~2007 年公司盈利情况



资料来源: 公司提供

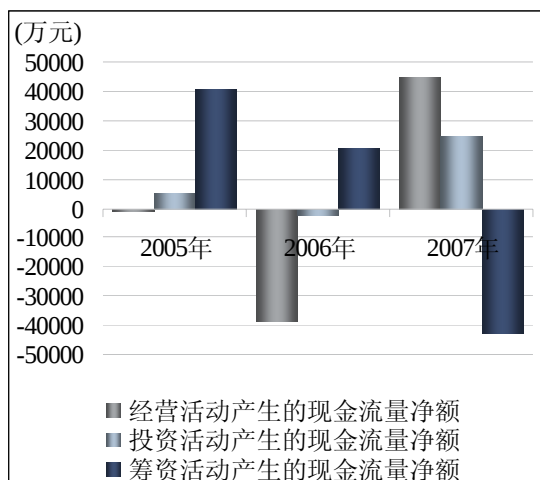
未来一段时间, 随着水务集团、交投集团

等经营性和准经营性资产的盈利情况在合并报表中完全反映、目前在建的经营性项目的陆续竣工，以及土地出让形成稳定的收益，预计公司的盈利能力将得到提高。

4. 现金流

经营活动方面，由于公司资产自身盈利能力弱，公司经营活动现金流量以与桐乡市政府所属部门的经营往来款为主。2007年，随着公司主营业务收入和政府补贴收入的不断增长，公司经营活动产生的现金流入为 91637.62 万元，规模较大；2005～2007 年同比增长 282.11%，增长速度较快。2005～2007 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -953.07 万元、-38911.20 万元和 44622.36 万元，稳定性差。

图 8 2005～2007 年公司经营流量图



资料来源：公司提供

投资活动方面，2006 年以前由于公司下属重要子公司——国投公司对外投资活动相对较少，导致公司投资活动现金流入和流出量均较小，2006 年公司投资活动现金流入量和流出量分别为 35.00 万元和 2602.90 万元，投资活动产生的现金流量净额为-2567.90 万元。2007 年，公司投资活动现金流入量为 53097.65 万元，增长很快，主要来源于新合并的 5 家子公司 2007 年 9 月份收到其他与投资活动相关的现金流量的增加，而投资活动流出变化不大，投资活动

产生的现金流量净额为 24301.71 万元。

由于公司经营或者投资的大多数基础设施项目经营获现能力偏弱，即使政府每年投入一定的资金作为公益性项目运营资金或者建设项目资本金，公司仍需要依靠部分银行借款作为资金来源的补充。2005～2006 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 40853.47 万元和 20788.62 万元。2007 年新合并的 5 家子公司纳入合并范围后，由于这 5 家子公司投资规模较大，较大规模的银行借款成为其补充基础建设资金的主要来源，但偿还债务的资金流出也相应增长很快，2007 年筹资活动产生的现金流量净额为-42785.80 万元。

根据公司经营现状与未来项目投资建设计划，预计未来几年中，公司经营获现能力将有所提高，但投资活动产生的现金流以流出为主，且规模相对较大，公司对外部融资的需求程度较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力来看，公司近两年流动比率、速动比率有所提高，2007年底公司流动比率570.73%，由于公司流动资产存货占比较高，公司速动比率为99.73%，考虑到公司存货基本上全部为土地资产，流动性较弱，公司的短期偿债能力一般。

近两年公司EBITDA波动较大，2006年公司EBITDA为9889.07万元，较2005年下降了36.04%；2007年公司EBITDA为42269.86万元，较2006年增长了327.44%，主要来自利润总额大幅增长707.72%所致。受补贴收入变动的影响，公司全部债务/EBITDA倍数和EBITDA利息倍数均有所波动，2006年两项指标分别为2.18倍和7.99倍，2007年分别为5.35倍和6.57倍；总体看，报表反映的长期偿债指标较差。考虑到以下几个方面，联合资信认为，公司实际偿债压力不大：

①目前公司合并报表中 38.20%的长期借款，经桐乡市政府同意，其本息已经纳入桐乡

市财政预算内外支出，由政府负责偿还；

②桐乡市政府在 2007 年已承诺在未来几年持续向公司注入资金，予以补充城市基础设施建设的资金来源和资金偿还；

③桐乡市政府通过对桐乡市优质资产的整合，向公司注入了收益性较好的公投集团和水务集团。从以上两个子公司的收益情况看，目前水务集团收入较为稳定，并且随着水价的调整以及污水处理一体化项目的推进，水务集团未来收入还有增长空间；另外，公投集团目前已有两条收费公路正式运行，另外一条收费公路目前已经试运行，公投集团路桥资产盈利性较好。

九、债权保护条款

本期公司债券由湖州市交通投资集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任担保；桐乡市规划与建设局根据与公司签署的代建回购协议，安排专项资金用于回购投资项目，同时，桐乡市人大安排财政补贴收入专项用于公司城市基础设施项目建设和公司债券的本息偿付；公司将上述资金分步进入偿债基金专户管理，偿债基金实行封闭式运作，如出现本期债券未能按时、全额兑付债券利息或者本金的情况，则由桐乡市财政以财政资金或其他资金代为偿还，以上各项措施对本期债券利息和本金偿付起到保障作用。

1. 第三方担保

根据公司与湖州市交通投资集团有限公司（以下简称“湖州交投”）签订担保函，湖州交投为公司本期发行的 12 亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任担保。

保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

担保人资信情况

湖州交投系经湖州市人民政府湖政函[2005]72 号《湖州市人民政府关于同意组建湖州市交通投资集团有限公司的批复》的文件批准，在湖州市交通建设投资开发公司基础上整体改制组建而成。公司为国有独资有限责任公司，注册资本为人民币 8 亿元，由湖州市人民政府国有资产监督管理委员会依法履行出资人的义务。

湖州市地处浙江省北部，长三角城市群的南翼，杭宁城市带的中间位置，是浙北地区重要的交通枢纽。2002~2007 年，湖州市完成交通重点工程投资 160.9 亿元。截至 2007 年底，湖州市公路总里程达 7107.44 公里（乡道以上 3128.88 公里），公路密度 122.16 公里/百平方公里；二级以上公路占公路总里程的 12.44%，高级、次高级路面铺装率达到 78.15%。湖州市已基本形成了一个内外贯通、无缝衔接的现代化大交通网络。

湖州交投作为湖州市交通基础设施建设领域资产规模最大的投资公司，现有业务涵盖了城市道路、城际公路、高速公路、客运中心的开发、投资、建设、养护、经营和管理，同时，依托这一核心业务，公司也将大力开发公路沿线配套设施和房地产项目等业务领域。

2007 年公司实现主营业务收入 16818.44 万元，其中通行费收入占 85.75%，服务占，餐饮客房收入仅占 14.25%，公司主营业务突出。

目前，湖州交投直接经营和管理的收费公路情况如表 14 所示。其中，湖州交投曾经投资兴建的杭宁高速、申嘉湖高速及申苏浙皖高速，现均已通车。湖州交投本部拥有杭宁高速 15% 的股权，自其通车以来共收到 2.2 亿元通行费收入（由于该笔通行费未计入公司每年收入，挂账在其他应付款科目）；湖州交投曾拥有申嘉湖高速 14% 及申苏浙皖高速 23.6% 的股权，2008 年 3 月出于战略考虑，湖州交投与浙江省交通投资集团进行资产置换，以申苏浙皖高速 23.6% 的股权和申嘉湖高速 11% 的股权交换杭长高速 55% 的股权，该笔交易完成后，湖州交

投还拥有申嘉湖高速 3%的股权，拥有杭长高速 55%的股权，对其拥有控制权。杭长高速二

期作为湖州交投未来高速公路主要投资项目。

表 14 湖州交投目前主要公路资产的营运情况

公路名称	通车时间	收费情况			公路性质	拥有股权比例
		2005 年	2006 年	2007 年		
318 国道	1994.11	10400 万元	11010 万元	11170 万元	四自公路	
104 国道	1997.11	2400 万元	3080 万元	2243 万元	四自公路	
11 省道	2002.1	1300 万元	1354 万元	1074 万元	四自公路	
湖织公路	2003.12	1100 万元	611 万元	1003 万元	四自公路	
浔练公路						
湖盐公路	2001.1	1500 万元	1130 万元	946 万元	四自公路	
杭宁高速	2002.12	6315 万元	7349 万元	8517 万元	经营性公路	15%
申苏浙皖高速				934 万元	经营性公路	-
杭长高速一期	2008.1				经营性公路	55%
申嘉湖高速					经营性公路	3%

资料来源：根据公司提供材料整理

截至 2007 年底，湖州交投合并资产总额 1194170.29 万元，所有者权益（含少数股东权益）858044.29 万元。2007 年收到补贴收入 47208.19 万元，实现利润总额 36295.40 万元。

联合资信对湖州交投 2009 年评定的主体长期信用级别为 AA⁻，评级展望为稳定。

对本期 12 亿元公司债券的担保形成的或有负债相当于湖州交投 2007 年底资产总额的 10.05%、所有者权益的 13.98%，对其财务状况存在一定影响。

2. 回购协议

根据桐乡市规划与建设局和公司签订的《桐乡市 2008 年度基础设施工程项目委托建设和回购合同》（以下简称“代建回购合同”）的相关条款约定，公司负责污水处理、尾水外排工程，水环境整治工程，过境公路及绕城公路项目的投资建设，桐乡市规划与建设局负责回购该项目并按期支付项目回购资金。该代建回购合同总额为 23.93 亿元。回购资金的支付方法是从各项目竣工验收合格之日起，五年内（由于各项目竣工时间不一致，实际支付款项的时间长于 5 年）按回购总价分年等额向公司支付。此外，桐乡市财政局提供回购资金支付的连带保证责任担保。

根据代建回购合同规定，公司在 2009～

2015 年内共计获得回购资金 23.93 亿元，各年回购资金支付情况如表 15。根据募集资金说明书资金安排，上述资金进入偿债资金专户管理，优先用于偿还本期债券本息。未来 7 年的回购资金是本期债券拟发行额度的 1.99 倍，能够较强烈地保障本期债券本金的偿付。

表 15 回购资金支付情况（单位：万元）

年 度	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
获 得 金 额	9585	9585	45935	45935	45935	45935	36351
合计							239262

资料来源：公司提供

3. 财政补贴收入及人大决议

根据“桐人大常函【2008】5 号”和“桐政函【2008】42 号”文件精神，桐乡市人民政府按财政补贴计划拨付公司财政补贴，自 2008 年至 2015 年拨付财政补贴总计 30 亿元，专项用于公司城市基础设施项目建设和公司债券的本息偿付。未来 7 年财政补贴拨付计划如表 16 所示。

表 16 财政补贴计划（单位：亿元）

年度	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
拨 付 金 额	3.00	4.00	4.00	4.00	5.00	5.00	5.00
合 计							30.00

同时政府承诺，如本期债券偿债基金未能按计划提取，则债券存续期内拨付至公司的财政补贴资金应优先用于补足偿债基金；若公司出现无法按时、足额兑付债券本息的情况，则由桐乡市人民政府以财政资金代为偿还，以切实保障债券投资者利益不受损害。

4. 偿债基金专户和偿债机制

公司将在发行结束后，在中国工商银行股份有限公司桐乡支行开立专用结算账户，作为本期债券的偿债基金专户，用于本期债券各期利息和本金的统一支付。偿债基金专户实行封闭式运作，专向基金除去用于本期债券的本金兑付和支付债券利息以及银行结算费用外，仅可以投向于人民币国债、央行票据，以保证专项基金在安全的基础上实现保值、增值，不得用于其他用途。工商银行桐乡支行是该账户的监管人，监管偿债资金按时及足额划付。

偿债基金分为利息偿债基金和本金偿债基金两部分。利息偿债基金按年计提，公司在相应年度的付息首日之前的第十个工作日，将本年度约定计提金额的资金划入偿债基金专户。本金偿债基金从第四年开始计提，第四个付息日前提取金额不低于本金的5%；第五个付息日前提取金额不低于本金的15%（累计不低于20%）；第六个付息日前提取金额不低于本金的20%（累计不低于40%）；第七个付息日前半年提取金额不低于本金的30%（累计不低于70%）；第七个付息日前五个工作日提取完毕（累计100%）。

公司将切实保障偿债基金按时、足额提取，在本期债券存续期内第四年开始聘请会计师事

务所对本金偿债基金的计提进行验证，如出现计提不足将与付息公告一并披露。

综上所述，湖州交投提供的提供全额无条件不可撤销的连带责任担保对于本期债券本息偿付具有一定的帮助；而桐乡市规划与建设局对于公司投资项目的回购安排、封闭式偿债基金专户的设置、桐乡市人大及政府安排的财政补贴及对本期债券提供的兑付承诺有效提升了本期债券本息偿还的安全性。但如果公司不能按照上述方案按时、足额提取偿债基金，联合资信将相应跟踪调整本期债券级别。

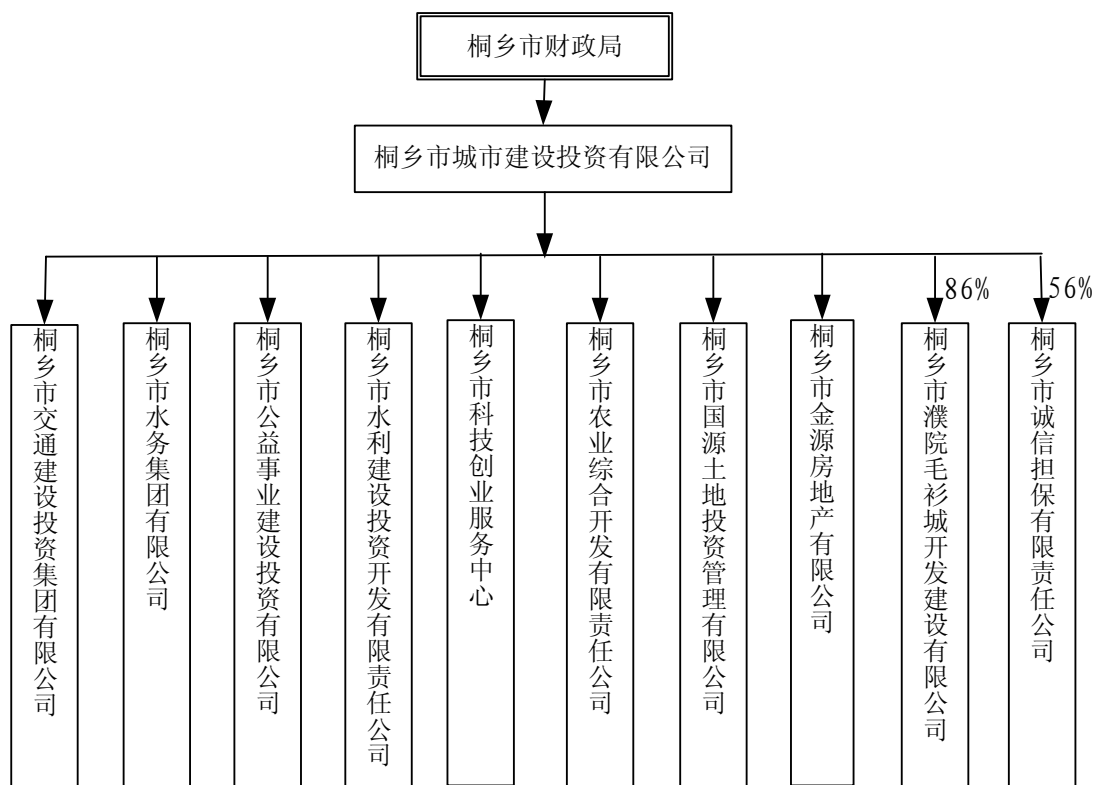
十、综合评价

公司是桐乡市政府授权桐乡市财政局出资组建的国有独资公司，是桐乡市基础设施建设的投融资平台，代表桐乡市政府履行城市基础设施建设投资与运营管理等职能，具有较强的政府背景。近年来桐乡市总体经济实力和财政实力不断增强，为公司提供了良好的发展环境，公司经营风险小。

近几年桐乡市政府通过对国有资源的整合，向公司注入优质国有资产，公司资产规模扩张迅速，土地存货规模较大，资产质量较好，资产负债水平适中，剔除政府性债务之后，公司实际债务负担较轻。目前公司大多数项目公益性较强，盈利能力较弱，主营业务收入与资产规模相比相对较小，政府近期注入的优质经营性资产，有利于改善公司目前的盈利能力。考虑到公司在城市基础设施建设领域能够得到政府在资金和政策层面的大力支持，公司整体信用风险较小。同时联合资信关注到，未来几年桐乡市基础设施建设进一步加强，公司资本性支出将进一步加大。

本期债券由湖州交投提供全额无条件不可撤销的连带责任担保，回购资金安排、封闭式偿债基金专户的设置和桐乡市人大的财政支持对本期债券本息的偿还具有较强的保障，本期债券到期不能偿还的风险小。

附件 1 公司股权结构图



附件 2-1 2005~2007 年资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2005 年	2006 年	2007 年	变动率
流动资产				
货币资金	46602.17	25911.70	52049.97	11.69%
短期投资				
应收票据	20.00	80.00	320.00	1500.00%
应收股利				
应收利息				
应收账款	12424.44	3874.91	3376.18	-72.83%
其他应收款	24928.77	95431.64	84963.13	240.82%
预付账款	114.16	75.51	4884.88	4179.02%
应收补贴款				
应收出口退税				
存货	120.72	336.17	688073.57	569867.73%
待摊费用	1.82	1.04	100.31	5422.00%
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	84212.08	125710.96	833768.04	890.08%
长期投资				
长期股权投资	7440.04	5386.66	5593.23	-24.82%
长期债权投资	10.40	10.65	1610.00	15382.26%
长期投资合计	7450.44	5397.32	7203.23	-3.32%
减：长期投资减值准备				
合并价差				
长期投资净额	7450.44	5397.32	7203.23	-3.32%
固定资产				
固定资产原值	24345.65	28120.27	200667.37	724.24%
减：累计折旧	613.83	1890.87	27909.11	4446.70%
固定资产净值	23731.82	26229.41	172758.25	627.96%
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	23731.82	26229.41	172758.25	627.96%
工程物资				
在建工程	1060.44	717.16	140435.33	13143.14%
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	24792.26	26946.57	313193.58	1163.27%
无形资产及其他资产				
无形资产	6061.02	7987.96	43641.04	620.03%
长期待摊费用	14.37	8.10	857.82	5871.09%
长期应收款				
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	6075.39	7996.06	44498.86	632.44%
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	122530.16	166050.91	1198663.71	878.26%

附件 2-2 2005~2007 年资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2005 年	2006 年	2007 年	变动率
流动负债				
短期借款	9880.00	8221.60	27935.90	182.75%
应付票据	77.46	0.00	2880.00	3618.08%
应付帐款	1233.04	898.96	1091.84	-11.45%
预收帐款	277.93	300.20	3499.72	1159.20%
代销商品款				
应付工资			717.97	
应付福利费	30.77	29.97	635.42	1965.17%
应付股利				
应付利息				
应交税金	520.13	673.17	613.36	17.92%
其他应交款	2.24	2.19	36.64	1536.70%
其他应付款	2899.24	16878.57	83275.40	2772.32%
预提费用	13.95	20.53	346.53	2384.36%
预计负债				
递延收益				
一年内到期的长期负债			25055.00	
其他流动负债				
流动负债合计	14934.76	27025.19	146087.77	878.17%
长期负债				
长期借款	47500.00	70825.00	221838.47	367.03%
应付债券				
长期应付款			41.39	
专项应付款		40.00	1263.23	
住房周转金				
其他长期负债	796.58	809.42	1227.73	54.13%
长期负债合计	48296.58	71674.42	224370.82	364.57%
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	63231.33	98699.61	370458.59	485.88%
少数股东权益	1032.66	3772.66	4471.96	333.05%
所有者权益				
实收资本	37361.00	40000.00	40000.00	7.06%
资本公积	4690.90	4237.86	733784.84	15542.72%
盈余公积	1621.43	1934.08	4994.83	208.05%
未确认的投资损失				
其中：公益金				
未分配利润	14592.84	17406.71	44953.49	208.05%
外币报表折算差额				
所有者权益合计	58266.17	63578.65	823733.16	1313.74%
负债及所有者权益合计	122530.16	166050.91	1198663.71	878.26%

附件 3 2005~2007 年利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率
一、主营业务收入	8.30	8340.51	19925.36	239964.63%
减: 折扣与折让				
主营业务收入净额	8.30	8340.51	19925.36	239964.63%
减: 主营业务成本		5764.61	14739.10	
主营业务税金及附加		71.39	303.85	
二、主营业务利润	8.30	2504.51	4882.41	58724.22%
加: 其他业务利润	819.23	281.28	746.66	-8.86%
减: 存货跌价损失				
营业费用	2.63	505.32	1339.31	50921.49%
管理费用	116.11	1997.72	3241.00	2691.41%
财务费用	619.14	-317.12	1301.96	110.29%
三、营业利润	89.66	599.87	-253.20	-382.42%
加: 投资收益	1189.41	212.89	1849.00	55.46%
补贴收入	13470.60	2978.24	30502.28	126.44%
营业外收入		115.21	117.12	
减: 营业外支出	0.06	6.00	712.48	1117241.58%
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	14749.59	3900.21	31502.72	113.58%
减: 所得税		548.58	696.57	
减: 少数股东损益		225.11	198.62	
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	14749.59	3126.52	30607.53	107.51%
加: 年初未分配利润	1318.21	14592.84	17406.71	1220.49%
六、可供分配的利润	16067.80	17719.36	48014.24	198.82%
减: 提取法定盈余公积	1474.96	312.65	3060.75	107.51%
提取法定公益金				
提取职工奖励及福利基金				
七、可供股东分配的利润	14592.84	17406.71	44953.49	208.05%
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利				
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	14592.84	17406.71	44953.49	208.05%
补充资料:				
其他非经常性损益(收益以“+”填列)	13470.53	3051.41	29906.92	122.02%

附件 4-1 2005 年~2007 年现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	610.77	8493.56	13641.55	2133.50%
收到的租金				
收到的税费返还	23.70	34.38	1424.87	5911.44%
收到的其他与经营活动有关的现金	15943.81	23839.94	76571.20	380.26%
现金流入小计	16578.28	32367.87	91637.62	452.76%
购买商品、接受劳务支付的现金		6476.79	33731.49	
支付给职工以及为职工支付的现金	8.49	432.82	1986.37	23300.64%
支付的各项税费	22.86	686.62	1859.96	8034.73%
支付的其他与经营活动有关的现金	17500.00	63682.84	9437.44	-46.07%
现金流出小计	17531.35	71279.07	47015.25	168.18%
经营活动产生的现金流量净额	-953.07	-38911.20	44622.36	-4781.95%
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金			800.00	
取得投资收益所收到的现金		35.00	173.26	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金			1271.66	
收到的其他与投资活动有关的现金	5237.59		50852.73	870.92%
现金流入小计	5237.59	35.00	53097.65	913.78%
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金		2602.90	23209.68	
投资所支付的现金			5585.74	
支付的其他与投资活动有关的现金			0.52	
现金流出小计		2602.90	28795.94	
投资活动产生的现金流量净额	5237.59	-2567.90	24301.71	363.99%
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金	2500.00	3705.85	343.66	-86.25%
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	42000.00	35000.00	9000.00	-78.57%
收到的其他与筹资活动有关的现金		620.86	4709.83	
现金流入小计	44500.00	39326.71	14053.49	-68.42%
偿还债务所支付的现金	3000.00	14000.00	48815.65	1527.19%
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	646.53	4538.08	7925.85	1125.92%
融资租赁所支付的现金				
减少注册资本所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金			97.79	
现金流出小计	3646.53	18538.08	56839.30	1458.72%
筹资活动产生的现金流量净额	40853.47	20788.62	-42785.80	-204.73%
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	45138.00	-20690.47	26138.27	-42.09%

附件 4-2 2005~2007 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
其他				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	14749.59	3126.52	30607.53	107.51%
加: 少数股东损益	0.00	225.11	198.62	
减: 未确认的投资损失				
加: 计提的资产减值准备		268.42	75.88	
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐				
固定资产折旧	23.79	1264.90	3276.87	13676.31%
无形资产摊销	42.54	180.28	195.44	359.41%
长期待摊费用摊销		5.60	-600.92	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)			60.56	
待摊费用减少(减:增加)		3.63	11.09	
预提费用增加(减:减少)		-212.68	-514.78	
固定资产报废损失			283.10	
财务费用	646.53	4538.08	7925.85	1125.92%
投资损失(减:收益)	-1189.41	-312.88	-1849.00	55.46%
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)		-180.55	-16850.07	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-12343.53	-61437.29	17285.89	-240.04%
经营性应付项目的增加(减:减少)	-2882.58	13619.65	4516.33	-256.68%
其他				
经营活动产生的现金流量净额	-953.07	-38911.20	44622.36	-4781.95%
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	46602.17	25911.70	52049.97	11.69%
减: 货币资金的期初余额	1464.17	46602.17	25911.70	1669.72%
现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	45138.00	-20690.47	26138.27	-42.09%

附件 5 主要计算指标

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	0.00	1.02	5.21	2.91
存货周转次数(次)	0.00	25.23	0.04	7.59
总资产周转次数(次)	0.00	0.06	0.03	0.03
盈利能力				
营业利润率(%)	100.00	30.03	24.50	41.26
总资本收益率(%)	13.19	5.24	3.48	5.95
净资产收益率(%)	25.31	4.92	3.72	8.40
现金收入比率(%)	7358.67	101.83	68.46	1536.52
盈利现金比率(%)	-0.06	-12.45	1.46	-3.02
财务构成				
资产负债率(%)	51.60	59.44	30.91	43.60
全部债务资本化比率(%)	49.21	53.99	25.11	38.60
长期债务资本化比率(%)	44.48	51.26	21.13	34.84
偿债能力				
流动比率(%)	563.87	465.16	570.73	537.69
速动比率(%)	563.06	463.92	99.73	301.65
EBITDA 利息倍数(倍)	23.92	2.18	5.35	8.11
全部债务/EBITDA(倍)	3.72	7.99	6.57	6.43

附件 6 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率*	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	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+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期公司债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 7 中长期债信用等级的定义

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评级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

企业主体长期信用等级的定义及设置同中长期债。

联合资信评估有限公司

关于桐乡市城市建设投资有限公司

2009 年度 12 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

桐乡市城市建设投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。桐乡市城市建设投资有限公司或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，桐乡市城市建设投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注桐乡市城市建设投资有限公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现桐乡市城市建设投资有限公司或担保方出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如桐乡市城市建设投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况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，直至桐乡市城市建设投资有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送桐乡市城市建设投资有限公司、主管部门、交易机构等。

