

跟踪评级公告

联合[2009] 549 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持桐乡市城市建设投资有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持其2009年度12亿元企业债券的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年十二月十七日



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

桐乡市城市建设投资有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
“09 桐城投债”	12 亿元	2009/4/29-2016/4/28	AA	AA

跟踪评级时间: 2009 年 12 月 17 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年
现金类资产(亿元)	5.24	7.56
资产总额(亿元)	119.87	124.99
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	82.82	85.55
短期债务(亿元)	5.59	7.66
全部债务(亿元)	27.77	31.72
主营业务收入(亿元)	1.99	3.22
利润总额(亿元)	3.15	1.08
EBITDA(亿元)	4.23	3.81
经营性净现金流(亿元)	4.46	1.16
主营业务利润率(%)	24.50	8.47
净资产收益率(%)	3.72	1.25
资产负债率(%)	30.91	31.56
全部债务资本化比率(%)	25.11	27.05
流动比率(%)	570.73	576.18
全部债务/EBITDA(倍)	6.57	8.33
EBITDA 利息倍数(倍)	5.35	2.58
经营现金流/负债(%)	30.54	7.67

注: ①公司 2007 年、2008 年开始执行《企业会计准则》;

②公司 5 家主要子公司自 2007 年 9 月起纳入公司合并报表, 故部分财务数据可比性低。

③EBITDA 及其相关指标中的利息支出未包含资本化部分。

分析师

陈静 王立婷

lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

跟踪期内, 桐乡市经济保持较快的发展势头, 地方财力不断增强。桐乡市城市建设投资有限公司(以下简称“公司”)作为桐乡市基础设施建设的投融资平台, 继续得到地方政府在财政资金方面的支持, 自营业务垄断优势突出, 主营业务收入增长较快。但联合资信也关注到公司主营业务成本和期间费用增长较快, 盈利能力有所下降; 随着项目支出规模的扩大, 公司对外筹资压力加大, 公司债务规模有所增加, 考虑到政府对公司项目贷款还本付息的支持, 公司实际偿付压力不大。随着污水及水务处理项目的陆续完工, 公司未来盈利能力将有所改善, 同时考虑到桐乡市财政对公司持续的资金支持, 公司整体偿债能力有望保持稳定。

“09 桐城投债”(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, 桐乡市政府安排专项资金用于回购投资项目, 以及封闭式偿债基金专户的设置及运作, 有效提升了本期债券到期偿付的安全性。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA⁻ 的主体信用等级, 对公司评级展望为稳定; 并维持“09 桐城投债” AA 的债项级别。

优势

1. 跟踪期内, 桐乡地区经济稳步增长, 财政实力有所增强。
2. 公司作为桐乡市重要的基础设施建设投融资主体, 继续获得政府在政策和资金上支持。
3. 公司持续得到桐乡市政府在补贴收入、项目资本金投入及贷款本息偿还等方面的大力支持。

关注

1. 公司主营业务公益性质明显, 资金需求

量较大，盈利能力弱。

2. 未来，随着公司本部及下属子公司项目的陆续兴建，公司对外融资压力较大。

3. 公司其他应收款增长较快、规模较大，主要是桐乡市土地储备中心收储公司土地形成的土地出让款。

一、企业基本情况

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。

公司经营范围：城乡一体化中基础设施和公益事业的投资建设；国有资产的建设、投资、控股、参股；资产收购、转让、租赁；受托国有资产经营、管理。

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2008年底，纳入公司合并报表的子公司合计10家，其中，新增子公司1家，即桐乡市工业发展投资有限公司；减少子公司1家，即桐乡市农业综合开发有限责任公司（见附件1）。

截至2008年底，公司（合并）资产总额124.99亿元，所有者权益（含少数股东权益）85.55亿元；2008年实现主营业务收入3.22亿元，利润总额1.08亿元；经营活动产生的现金流量净额1.16亿元，现金及现金等价物净增加额2.17亿元。

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、经营管理分析

1. 区域经济发展

桐乡市为位于浙江省嘉兴地区的县级市。2008年，桐乡市国民经济继续保持快速增长，全市GDP达到316.23亿元，增幅达12.0%，增长速度超过全国及浙江省GDP增速（分别为9%及10.1%）；2008年人均GDP为6818美元，是中国人均GDP（3266.8美元）的2.09倍。

经过多年的发展，桐乡市产业结构发生了根本性调整，三次产业结构由上年的7.01:56.04:36.95调整为6.43:56.39:37.18；工业已经成为全市国民经济的主体，其中轻工业比重显著提高，轻重工业协调发展，高技术产业快速发展，2008年，全市规模以上工业企业1305家，比上年末增加154家，其中主营业务收入超亿元的企业98家，比上年增长4家，10亿元及以上的企业7家，比上年增长1家，超100亿元的企业1家。

在地方经济快速增长的同时，桐乡市的固定资产投资也保持较好的发展势头。2008年全市完成固定资产投资139.81亿元，同比增长15.0%，其中工业性投入85.68亿元，比上年增长14.1%。全年限额（计划总投资500万元及以上投资项目）以上投资112.92亿元，比上年增长13.5%，其中基础设施投资15.53亿元，比上年增长16.0%；房地产开发投资20.12亿元，比上年增长19.0%。

伴随着桐乡市经济的持续快速发展，其财政收入也呈现出高速增长的态势，财政实力明显增强。2008年，桐乡市一般预算内收入19.8亿元，比上年增长16.06%；土地出让金收入增长较快，为15.91亿元，较2007年增长35.13%；地方可支配收入合计45.29亿元，较2007年的34.17亿元增长32.57%，增幅明显。

表1 桐乡市2007~2008年财政收入状况

单位：万元

序号	科目	2007年	2008年	增长率(%)	2008年各项占比(%)	计算方法
1	一般预算收入	170598	198000	16.06	43.72	=2+3
2	税收收入	165196	191950	16.20	42.38	
3	非税收入	5402	6050	12.00	1.34	
4	基金收入	108876	179908	65.24	39.72	=5+6

5	土地出让金	94516	159136	68.37	35.13	
6	其他	14360	20772	44.65	4.59	
7	上级补助收入	62187	75025	20.64	16.56	
8	地方可支配收入总计	341661	452933	32.57	100.00	=1+4+7

资料来源：桐乡市财政局 2007~2008 年预决算报表

总体来看，桐乡市区域经济实力和财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 政府资金支持

跟踪期内，桐乡市政府对公司的支持主要体现在补贴资金支持方面。

根据桐乡市财政局桐财函【2009】8号、【2009】7号、【2009】6号及【2009】5号等文件，2008年，公司共收到桐乡市财政局补贴收入总额为1.91亿元。根据浙江省财政厅、浙江省发展和改革委员会、浙江省环境保护局、浙江省建设厅等相关政府部门针对公司承担的专项项目建设给予专项补贴，2008年，公司收到省级政府部门补贴收入累计0.39亿元。

根据桐乡市政府“桐政函【2008】42号”文件，公司2009~2015年将会获得合计30亿元的补贴收入，未来公司补贴收入将会得到大幅提高，并保持稳定。

针对桐乡市过境公路及高桥连线项目和濮院镇城乡供水一体化项目的银行贷款，根据“桐政函【2005】31号”及“桐人大【2005】32号”文件，桐乡市政府将对公司银行借款的本息进行补贴，2008年，公司获得该项补贴8354万元，2009-2018年，公司将获得61143万元的专项贷款本息补贴。

总体看，公司在发展过程中得到了各级政府在政策及资金上的持续支持，形成了对公司持续发展的大力支持。

3. 经营分析

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，各级子公司在经营管理上

具有相对独立性。

水利投资

目前负责全市防洪工程建设的唯一主体是桐乡城投下属的桐乡市水利建设投资开发有限责任公司（以下简称“水利公司”）。截至2008年底，水利公司资产总额33152万元，由于公司投资项目具有社会公益性，其项目资金主要来自于市财政拨款、沿途直接收益单位出资及银行借款，2008年，水利公司累计投资0.6亿元，其中市财政拨款合计0.24亿元，沿途收益单位出资0.02亿元，其余为银行借款（根据“桐政函【2004】6号”文件，水利公司银行贷款的还款来源是财政收入和土地出让金）。公司未发生经营性收支，未产生利润。

跟踪期内，水利公司累计整治河道7.35公里，新筑护岸14.7公里，建造桥梁4座，开挖土方65.97万立方米，安装护栏1.32公里。

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，截至2008年底，该工程建设已完成三期工程总体形象进度的95%。

未来，水利公司将实施城市防洪工程（四期）的建设。主要工程量为整治河道5.6公里，开挖土方25.25万立方米，修筑护岸11.2公里，安装栏杆2.2公里，建造桥梁2座，总投资2770万元，建设期二年（2009年至2010年）。

水务处理

作为公司的全资子公司，桐乡市水务集团有限公司（以下简称“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2008年底，水务集团资产总额13亿元，负债总额7亿元，净资产总额6亿元，2008年实现主营业务收入20115.89万元，实现

净利润 1720 万元（2007 年，水务集团利润总额为 7103.83 万元是由于政府的财政补贴所致）；水务集团共拥有水厂 3 个，污水处理厂 2 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。

表2 2007~2008年水务集团经营指标

项 目	2007 年	2008 年
下属水厂数量（个）	2	3
平均日制水量（万立方米）	18.32	19.18
售水量（万立方米）	5806	6088
自来水用户数（户）	115000	119820
管网压力合格率平均值（%）	100	100
管网水质综合合格率平均值（%）	99.6	99.46
电耗平均值（千瓦时/立方米）	0.32	0.31
污水处理量（万立方）	1735	1741
污水处理率平均值（%）	85.7	88.29
主营业务收入（万元）	18899.43	20115.89
利润总额（万元）	7103.86	1720

资料来源：公司提供

跟踪期内，水务集团的经营规模及技术水平有所提高，在日制水能力及供水能力上均有提升；同时，在管理模式上也有所革新，一是供水一体化，由水务集团负责全市的饮用水生产和供应任务，取缔深井水，使饮用水水质得到进一步保障。二是管理一体化，逐步取消现有的分级管理模式，由水务集团直接抄表到户，减少中间环节，使农村用户享受到更加专业的服务。三是价格一体化，统一城乡水价，减轻用户负担。

未来，水利集团将进一步提高地面水供应覆盖率和污水排放工作，其中尾水外排工程建

设完成投资25400万元，重点做好2个跨年度标段和5个年度任务标段的管线建设和4座泵站建设。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，水务板块发展前景良好。

交通建设

桐乡市交通建设投资集团有限公司（以下简称“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。截至2008年底，交投集团资产总额22.78亿元，负债总额13.95亿元，净资产8.83亿元，2008年实现主营业务收入和净利润分别为14388.06和-668.89万元。交投集团近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3 近年来交投集团收入来源情况（单位：万元）

收入来源	财政拨款		通行费收入	客运收入	
	预算内	预算外		收入	利润
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
2008	6000	8950	4403.14	3984.92	24.05

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，包括湖盐公路桐乡段、桐德公路桐乡段及2008年新增的过境公路及高桥连接线，其中过境公路及高桥连接线项目由320国道过境公路、湖盐线过境公路、沪杭高速公路高桥连接线工程及绕城西路四部分组成，项目批准概算9.43亿元，目前正在造价审计阶段。

表4 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)	2006 年收费额 (万元)	2007 年收费额 (万元)	2008 年收费额 (万元)
湖盐公路	一级公路	22	2001.1	1260.76	4787.89	4928.05	3000.52
桐德公路	一级公路	25.86	2005.12	183.68	477.73	971.47	1008.51
过境公路及高桥连接线	一级公路	43.4	2007.6	--	--	--	394.11

资料来源：公司提供

交投集团目前正在建的主要项目包括：①东宗线（嘉兴段）航道二期工程。该项目由浙江省发改委浙发改函[2006]188号、浙发改设计[2007]84号文件批准建设。工程全长6.393公里，项目批准概算32319.84万元，于2008年4月18日开工，计划于2009年年底完工。资金来源为浙江省港航局21000万元，自筹11319.84万元。工程于2008年4月18日开工，由于征迁问题，灵安港以南三个标段至今未开工，灵安港以北三个标段将于2009年年底完工。目前，累计到位资金11000万元，其中省港航局9000万元，桐乡财政2000万元；②桐德公路石门至河山段改建工程。该项目由桐乡发改局桐发改审[2008]203号文件批准建设。工程全长4537米，按一级公路

技术标准建设，于2009年4月开工，预计2009年12月完工，项目批准概算1800万元。资金来源为桐乡财政1200万元，浙江省拨600万元，目前，累计到位资金1200万元；③天然气加气站工程。天然气加气站工程由桐乡发改局桐发改审[2008]146号文件批准建设，于2008年12月开工，预计2009年11月底投产，工程概算总投资1050万元，资金来自于银行贷款。

公益事业

公司下属的桐乡市公益事业建设投资集团有限公司（以下简称“公投公司”）负责桐乡市城市基础设施建设项目。截至2008年底，公投公司资产13.76亿元，负债11.77亿元，净资产1.99亿元，2008年实现净利润80万元。

表5 公投公司目前主要基础设施建设项目情况

（单位：万元）

项目名称	项目情况介绍	计划投资额	筹资安排
庆北梧桐区块征迁工程	对庆北区块进行土地整理和基础设施建设，浇筑主干道路总长1420米，铺设管网，平整土地、绿化等。	33665	银行贷款2亿元，财政安排8000万元，其余自筹。
中央商务区改造工程	对庆丰中路振兴路至文昌路两侧地块进行改造，拆迁区域土地面积11454平米，拆除房屋建筑物面积11640平米。	6500	由财政解决1000万元，其余自筹。
复兴路改造工程	对体育西路、逾桥西路、环城北路向西延伸段项目进行建设，浇筑道路、民房拆迁、铺设相应的水、电、气、通讯管线等。	30135.5	银行贷款9000万元，其余自筹。
康迳塘东岸综合整治	对沿康迳塘东岸从振兴路至逾桥路长2267米，宽20-50米区域进行改造，修筑6米宽的河滨道路，8-30米宽的滨河绿化等。	36770	银行贷款25000万元，其余自筹。

资料来源：公司提供

由于公投公司的经营模式为：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。截至2008年底，公投公司土地收储684.59亩、出让111.25亩，收益22376.72万元。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，公益事业发展前景好。

4. 管理分析

跟踪期内，公司在组织结构及重要管理人员上无重大变动。

总体看，公司所拥有的经营性资产具有垄断优势和公益性质。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；非盈利资产，由于市财政的大力支持，运营前景良好。

三、债券投资项目概况

公司于2009年4月29日发行人民币债券12亿元，债券期限为7年。

本期公司债券由湖州市交通投资集团有限公司（以下称“湖州交投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任担保，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；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，其合同总额 23.93 亿元；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。

本期债券募集资金全部用于污水处理及水务项目和城市基础设施建设项目，截至 2009 年 6 月底，债券募集项目投资总额 23.93 亿元，已投资额为 5.03 亿元。

四、财务分析

公司 2008 年财务报表经大信会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的审计结论。公司 2007 年财务数据自 9 月起合并报表，2008 年较 2007 年的可比性不大。以下财务分析以 2008 年审计财务报告为基础。

1. 盈利能力

公司是桐乡市城市基础设施建设投融资主体，公司主营业务收入与公司资产规模相比相对较小，公司经营的社会效益高于经济效益。2008 年，公司实现主营业务收入 3.22 亿元，主要是由公司水务板块中自来水销售、污水处理费和安装收入构成；公司期间费用增长较快，2008 年，期间费用占比营业收入为 61.4%（其中财务费用占期间费用的 47.99%）；由于期间费用的大幅提高及补贴收入的减少，公司 2008 年实现利润总额 1.08 亿元。

表 6 2007~2008 年公司主营业务收入构成

（单位：万元，%）

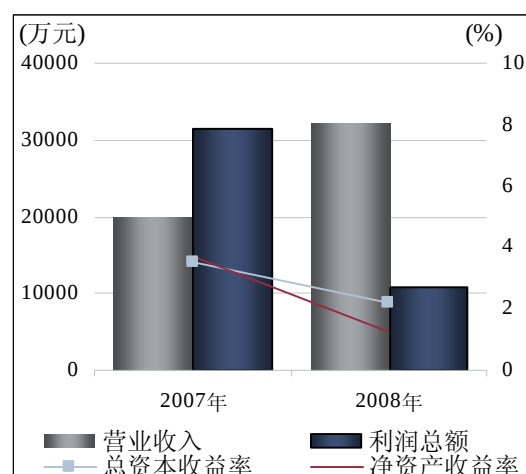
项 目	2007 年		2008 年	
	收入	占比	收入	占比
自来水销售	2902.52	14.57	8062.96	25.03
污水处理费	876.51	4.40	2251.60	6.99
安装	1509.80	7.58	4368.11	13.56
货物销售	2981.17	14.96	5433.22	16.86
安置房销售	1987.82	9.98	2915.33	9.05
通行费	1677.84	8.42	4403.14	13.67
运输	1331.09	6.68	4132.49	12.83
担保	501.39	2.52	534.43	1.66
供热	5853.86	29.38		
其他	303.37	1.52	115.85	0.36
合计	19925.36	100.00	32217.13	100.00

资料来源：①公司提供

②公司 5 家主要子公司的主营业务自 9 月份起纳入公司合并报表，所以 2008 年变动较大，可比性不强。

2008 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.17% 和 1.25%。

图 1 2007~2008 年公司盈利情况



资料来源：公司年报。

整体看，公司经营业务公益性较强，整体自盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

公司 5 家主要子公司（见附件 1）自 2007 年 9 月起纳入公司合并报表，故公司 2008 年的现金流量较 2007 年可比性低。

从经营活动来看，2008 年公司经营活动现

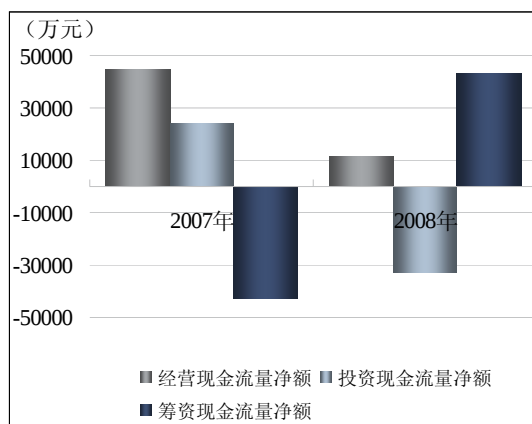
金流量净额为 1.16 亿元；经营性现金流入为 12.56 亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金占比 73.09%，主要为政府对母公司及下属子公司的补贴款、子公司与其他公司的往来款；经营性现金流出为 11.41 亿元。

从投资活动来看，2008 年公司投资活动现金流量净额-3.28 亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金占比 63.07%，主要为母公司对其他非关联单位委托借款的回收；投资活动现金流出为 4.04 亿元，主要来自公司构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。

2008 年公司筹资活动前现金流量净额为 -2.13 亿元，公司存在对外融资的压力。

从筹资活动看，2008 年公司筹资活动产生的现金流入以银行借款为主，筹资活动产生的现金流出以偿还债务为主。2008 年公司筹资活动现金流出为 11.33 亿元，筹资活动现金流量净额为 4.30 亿元。

图 2 2007~2008 年公司现金流量图



资料来源：公司提供

总体看，公司 2008 年现金流状况符合城投类企业的特点，经营活动获现能力较弱；随着投资规模的扩大；投资活动支出加大；外部融资渠道畅通，但筹资成本增加对公司现金流带来一定压力。

3. 资本及债务结构

截至 2008 年底，公司资产总额为 124.99 亿元，较 2007 年增长 4.28%，其中流动资产占

比 69.48%，长期投资占比 0.31%，固定资产占比 26.75%，无形资产及其他占比 3.46%，与 2007 年底的资产结构变化不大。

表 7 2007~2008 年资产结构占比

科目	2007 年	2008 年
流动资产	69.56%	69.48%
长期投资	0.60%	0.31%
固定资产	26.13%	26.75%
无形资产及其他	3.71%	3.46%

资料来源：审计报告

截至 2008 年底，公司流动资产 86.85 亿元，较 2007 年底增长 4.16%，其中，占比较大的科目主要为其他应收款和存货，分别占流动资产的 31.93%和 58.33%。

截至 2008 年底，公司其他应收款 27.73 亿元，较 2007 年底增加 226.37%，主要为桐乡市土地储备中心收储其子公司桐乡市国源土地投资有限公司土地增加的土地转让款 20.38 亿元，其中一年以上占比为 89.01%，土地出让款规模较大，具有一定的变现风险，坏账准备合计计提 0.7%。

截至 2008 年底，公司存货 50.66 亿元，较 2007 年底减少 26.37%，存货中土地占比 78.45%，主要系公司下属的桐乡市国源土地投资有限公司收储的土地，存货减少主要为桐乡市土地储备中心收储子公司桐乡市国源土地投资有限公司土地 20.38 亿元。

截至 2008 年底，公司长期投资 0.39 亿元，较 2007 年底减少 46.33%，其中长期股权投资较 2007 年底减少 31.06%，主要为桐乡市工业发展投资有限公司 2008 年 6 月前未纳入合并，截至 2008 年底，通过增持股权，将其纳入合并范围；长期债权投资较 2007 年底减少 99.38%，主要为到期债券的本息收回。

截至 2008 年底，公司固定资产合计 33.43 亿元，较 2007 年底减少 6.75%，其中新增固定资产中，由在建工程转入 8.08 亿元，主要是桐乡市过境公路及高桥连接线工程交付使用。

总体看，公司资产中流动资产占比较大，

且资产结构保持相对稳定并符合其行业特点，但流动资产中其他应收款及存货占比较大，资产整体质量一般。

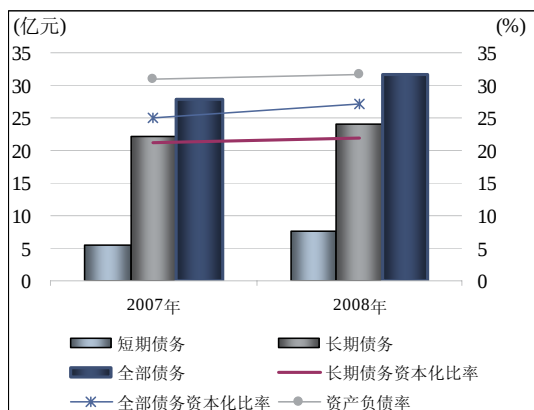
截至 2008 年底，公司所有者权益 85.55 亿元，较 2007 年底增加 3.30%，其中实收资本占 4.68%、资本公积占 87.69%（其中股权投资准备占 90.36%、拨款转入占 0.02%及其他资本公积占 9.61%）、盈余公积占 0.70%、未分配利润为 6.34%、少数股东权益占 0.59%，公司所有者权益较为稳定。

截至 2008 年底，公司负债总额为 39.44 亿元，较 2007 年底增长 6.47%，其中流动负债占 38.21%，非流动负债占 61.79%。

截至 2008 年底，公司流动负债合计为 15.07 亿元，比 2007 年底增长 3.18%，其中短期借款和其他应付款分别占比 43.13%和 43.64%；非流动负债合计 24.37 亿元，占比 61.79%，其中以长期借款为主，占 98.71%。

从负债水平看，由于公司 2008 年债务规模略有上升，公司的资产负债率、长期债务资本化比率及全部债务资本化比率略有上升，2008 年底为 31.56%、21.95%、和 27.05%。

图 3 2008 年公司债务构成情况



资料来源：公司年报

总体看，跟踪期内，公司整体负债水平略有上升，但整体债务负担仍较轻。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，由于公司其他应收账

款和存货占比较大带来流动资产规模较大，2008 年公司流动比率为 576.18%，速动比率为 240.07%；公司短期有息债务为 7.66 亿元，短期债务负担较轻，但考虑到公司流动负债中以土地为主的存货占比较高，变现能力弱，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2008 年公司 EBITDA 为 3.81 亿元，较 2007 年底减少 9.93%，主要是由于公司利润总额减少所致。EBITDA 利息倍数由 2007 年底的 5.35 下降到 2.58 倍；同期，全部债务/EBITDA 值为 8.33 倍，整体债务保护能力偏弱，但公司部分借款已纳入桐乡政府的还款计划（参见政府资金支持），公司实际还款压力不大。

截至 2009 年 6 月底，公司对外担保合计 19.81 亿元万元，其中 15 亿元为公司为湖州市交通投资集团有限公司 2009 年 15 亿元公司债提供全额无条件不可撤销的连带责任担保。

截至 2009 年 8 月底，公司获得银行综合授信合计 30.11 亿元，其中尚未使用额度 8.58 亿元。

5. 债权保护条款分析

第三方担保，“09 桐城投债”由湖州市交通投资集团有限公司（以下简称“湖州交投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任担保。经联合资信对湖州交投 2009 年评定的主体长期信用等级为 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 2008 年底资产总额的 9.76%、所有者权益的 14.00%，对其财务状况存在一定影响。

同时，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，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（由于尚未到付息日，偿债基金尚未打入账户）；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。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“09桐城投债”AA的信用级别。

附件 1 截至 2008 年底纳入公司合并报表子公司情况

序号	企业名称	经营范围	注册资本 (万元)	所占权益比例 (%)
1	桐乡市工业发展投资有限公司	基础设施的开发建设；土地出让前“三通一平”前期开发等	3000	100
2	桐乡市诚信担保有限责任公司	为业务、票据承兑业务、信用证业务、保函业务提供担保；经济信息咨询服务（不含证券、期货咨询及国家限制项目）。	5500	55.82
3	桐乡濮院针织产业园区开发建设有限公司	基础设施工程建设、房地产开发；各类针织服装及辅料的生产、销售；货物进出口、技术进出口（法律、行政法规禁止的项目除外；行政法规限制的项目取得许可后方可经营）。	700	86
4	桐乡市科技创业服务中心有限公司	为企业提供科技服务；技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务；物业管理（凭资质证书经营）。	200	100
5	桐乡市金源房地产有限公司	房地产的开发销售；物业管理。	500	100
*6	桐乡市水务集团有限公司	水务投资；城市基础设施、社会公共项目的投资开发及其他项目的投资。	17000	100
*7	桐乡市交通建设投资集团有限公司	交通类投资与经营管理	30000	100
*8	桐乡市公益事业建设投资集团有限公司	城市基础设施建设、规划区范围土地征地、房屋拆迁、房地产开发、公益项目的投资及其他项目的投资；市政公共设施管理；物业管理（凭资质证书经营）。	11000	100
*9	桐乡市水利建设投资开发有限责任公司	水利设施建设（凭资质证书经营）、管理和投资咨询。	8000	100
*10	桐乡市国源土地投资管理有限公司	土地投资管理，管理、储备公司所拥有的土地，并进行出让前期开发。	1000	100

注：*为 2007 年 9 月起，纳入公司合并报表的子公司。

附件 2-1 2007 年~2008 年资产负债表（资产）
 （单位：万元）

资产	2007 年	2008 年	变动率(%)
流动资产：			
货币资金	52049.97	73783.89	41.76
短期投资		1200.00	
应收票据	320.00	634.08	98.15
应收股利			
应收利息			
应收账款	3376.18	2010.14	-40.46
其他应收款	84963.13	277292.41	226.37
预付款项	4884.88	5967.45	22.16
应收补贴款			
存货	688073.57	506613.31	-26.37
待摊费用	100.31	161.71	61.21
一年内到期的非流动资产		800.00	
其他流动资产			
流动资产合计	833768.04	868462.98	4.16
长期投资			
长期股权投资	5593.23	3856.24	-31.06
长期债权投资	1610.00	10.00	-99.38
长期投资合计	7203.23	3866.24	-46.33
固定资产			
固定资产原值	200667.37	281170.43	40.12
减：累计折旧	27909.11	38493.64	37.92
固定资产净值	172758.25	242676.80	40.47
减：固定资产减值准备			
固定资产净额	172758.25	242676.80	40.47
工程物资			
在建工程	140435.33	91647.59	-34.74
固定资产清理			
待处理固定资产净损失			
固定资产合计	313193.58	334324.39	6.75
无形资产及其他资产			
无形资产	43641.04	42018.99	-3.72
长期待摊费用	857.82	854.84	-0.35
其他长期资产		419.88	
无形资产及其他资产合计	44498.86	43293.70	-2.71
递延税项			
递延税款借项(递延所得税资产)			
资产总计	1198663.71	1249947.32	4.28

附件 2-2 2007~2008 年资产负债表（负债与所有者权益）
 （单位：万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2007 年	2008 年	变动率(%)
流动负债：			
短期借款	27935.90	65010.00	132.71
应付票据	2880.00	5706.69	98.15
应付账款	1091.84	2853.48	161.34
预收款项	3499.72	3720.89	6.32
应付工资	717.97	535.47	-25.42
应付福利费	635.42	278.48	-56.17
应付股利			
应交税金	613.36	544.26	-11.27
其他应交款	36.64	44.83	22.34
其他应付款	83275.40	65775.41	-21.01
预提费用	346.53	377.91	9.06
预计负债			
一年内到期的非流动负债	25055.00	5880.20	-76.53
其他流动负债			
流动负债合计	146087.77	150727.60	3.18
非流动负债：			
长期借款	221838.47	240561.71	8.44
应付债券			
长期应付款	41.39	41.39	0.00
专项应付款	1263.23	1602.76	26.88
预计负债			
递延所得税负债			
其他非流动负债	1227.73	1490.44	21.40
非流动负债合计	224370.82	243696.30	8.61
负债合计	370458.59	394423.90	6.47
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（或股本）	40000.00	40000.00	
资本公积	733784.84	750216.19	2.24
盈余公积	4994.83	6012.47	20.37
未分配利润	44953.49	54262.85	20.71
外币报表折算差额			
归属于母公司所有者权益合计	823733.16	850491.51	3.25
少数股东权益	4471.96	5031.91	12.52
所有者权益（或股东权益）合计	828205.12	855523.42	3.30
负债和所有者权益（或股东权益）总计	1198663.71	1249947.32	4.28

附件 3 2007~2008 年利润及利润分配表
 (单位: 万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率(%)
一、主营业务收入	19925.36	32217.13	61.69
减: 主营业务成本	14739.10	28925.90	96.25
主营业务税金及附加	303.85	562.85	85.23
二、主营业务利润(亏损以“—”号填列)	4882.41	2728.39	-44.12
加: 其他业务利润(亏损以“—”号填列)	746.66	1175.92	57.49
减: 营业费用	1339.31	3400.99	153.94
管理费用	3241.00	6859.76	111.66
财务费用	1301.96	9468.71	627.26
三、营业利润(亏损以“—”号填列)	-253.20	-15825.16	6150.03
加: 投资收益(损失以“—”号填列)	1849.00	3741.58	102.36
补贴收入	30502.28	22955.71	-24.74
营业外收入	117.12	873.62	645.92
减: 营业外支出	712.48	943.50	32.42
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	31502.72	10802.25	-65.71
减: 所得税费用	696.57	103.08	-85.20
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	30806.15	10699.17	-65.27
其中: 归属于母公司所有者的净利润	30607.53	10176.39	-66.75
少数股东损益	198.62	522.78	163.21

附件 4 2007~2008 年现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2007 年	2008 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	13641.55	33314.94	144.22
收到的税费返还	1424.87	485.93	-65.90
收到其他与经营活动有关的现金	76571.20	91821.63	19.92
经营活动现金流入小计	91637.62	125622.50	37.09
购买商品、接受劳务支付的现金	33731.49	84109.11	149.35
支付给职工以及为职工支付的现金	1986.37	4426.42	122.84
支付的各项税费	1859.96	1792.57	-3.62
支付其他与经营活动有关的现金	9437.44	23736.63	151.52
经营活动现金流出小计	47015.25	114064.72	142.61
经营活动产生的现金流量净额	44622.36	11557.77	-74.10
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	800.00	492.64	-38.42
取得投资收益收到的现金	173.26	902.65	420.99
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1271.66	1415.50	11.31
收到其他与投资活动有关的现金	50852.73	4801.33	-90.56
投资活动现金流入小计	53097.65	7612.12	-85.66
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	23209.68	36898.09	58.98
投资支付的现金	5585.74	104.43	-98.13
支付其他与投资活动有关的现金	0.52	3437.37	665592.00
投资活动现金流出小计	28795.94	40439.89	40.44
投资活动产生的现金流量净额	24301.71	-32827.77	-235.08
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	343.66	940.00	173.52
取得借款收到的现金	9000.00	129860.00	1342.89
收到的其他与筹资活动有关的现金	4709.83	25529.64	442.05
筹资活动现金流入小计	14053.49	156329.64	1012.39
偿还债务支付的现金	48815.65	97566.76	99.87
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7925.85	14714.28	85.65
支付其他与筹资活动有关的现金	97.79	1044.68	968.26
筹资活动现金流出小计	56839.30	113325.72	99.38
筹资活动产生的现金流量净额	-42785.80	43003.92	-200.51
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	26138.27	21733.92	-16.85

附件 4-2 2008 年现金流量表补充资料

(单位: 万元)

补充资料	2007 年	2008 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	30607.53	10176.39	-66.75
加: 少数股东收益	198.62	522.78	163.21
计提的资产减值准备	75.88	6.96	-90.83
固定资产折旧	3276.87	11796.45	259.99
无形资产摊销	195.44	599.87	206.93
长期待摊费用摊销	-600.92	116.99	-119.47
待摊费用减少(增加以“-”号填列)	11.09	-61.40	-653.82
预提费用增加(减少以“-”号填列)	-514.78	31.38	-106.10
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (收益以“-”号填列)	60.56	-481.43	-894.99
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	283.10	14.35	-94.93
财务费用(收益以“-”号填列)	7925.85	10123.39	27.73
投资损失(收益以“-”号填列)	-1849.00	-3741.58	102.36
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)			
存货的减少(减: 增加)	-16850.07	181425.58	-1176.71
经营性应收项目的减少(减: 增加)	17285.89	-199520.92	-1254.24
经营性应付项目的增加(减: 减少)	4516.33	286.26	-93.66
其他		262.71	
经营活动产生的现金流量净额	44622.36	11557.77	-74.10
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
3.现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	52049.97	73783.89	41.76
减: 现金的期初余额	25911.70	52049.97	100.87
加: 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	26138.27	21733.92	-16.85

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年
经营效率		
销售债权周转次数(次)	5.21	6.29
存货周转次数(次)	0.04	0.02
总资产周转次数(次)	0.03	0.02
现金收入比(%)	68.46	103.41
盈利能力		
主营业务利润率(营业利润率) (%)	24.50	8.47
总资本收益率(%)	3.50	2.17
净资产收益率(%)	3.72	1.25
财务构成		
长期债务资本化比率(%)	21.13	21.95
全部债务资本化比率(%)	25.11	27.05
资产负债率(%)	30.91	31.56
偿债能力		
流动比率(%)	570.73	576.18
速动比率(%)	99.73	240.07
经营现金流动负债比(%)	30.54	7.67
EBITDA 利息倍数(倍)	5.35	2.58
全部债务/EBITDA(倍)	6.57	8.33
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.25	-0.07
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	8.73	-1.44

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	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 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	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
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 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

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。