

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1523 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“09桐城投债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月三十日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

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 ¹	12 亿元	2009/4/29-2016/4/29	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 30 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	10.77	13.71	16.70
资产总额(亿元)	160.54	162.33	174.76
所有者权益(亿元)	98.09	96.22	99.11
短期债务(亿元)	5.57	7.28	7.50
全部债务(亿元)	47.48	45.35	60.47
营业收入(亿元)	20.91	17.91	10.39
利润总额(亿元)	8.93	2.37	3.26
EBITDA(亿元)	11.48	6.63	6.90
经营性净现金流(亿元)	2.39	13.96	-0.65
营业利润率(%)	18.05	14.58	22.74
净资产收益率(%)	8.93	2.25	3.12
资产负债率(%)	38.90	40.73	43.29
全部债务资本化比率(%)	32.62	32.04	37.89
流动比率(%)	662.76	565.07	790.26
全部债务/EBITDA(倍)	4.00	6.55	8.47
EBITDA 利息倍数(倍)	2.13	1.73	2.95
经营现金流流动负债比(%)	13.81	65.07	-3.74

注: 本报告将公司部分其他应付款和长期应付款调至长期债务。

分析师

周潇 王玮

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 桐乡市经济持续增长, 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”)资产规模持续扩大, 政府补贴持续对公司利润规模形成良好补充。同时, 联合资信也关注到由于代建业务收入下降, 公司营业收入规模减少, 其他应收款的快速增长对公司资金形成占用, 债务规模持续扩张和公司未来承担基础设施建设任务较重, 融资需求大等因素对公司整体偿债能力的不利影响。

“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, 并设置了封闭式偿债基金专户。截至 2014 年 4 月 19 日, 公司专项偿债基金账户余额 5.08 亿元, 为本期债券本金的 42.33%。

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

优势

1. 跟踪期内, 桐乡地区经济稳步增长, 财政实力不断增强, 为公司发展提供了良好外部环境。
2. 跟踪期内, 公司在政府补贴方面持续得到政府支持。
3. 湖州市交通投资集团的担保有效提升了“09 桐城投债”的偿付能力。跟踪期内, “09 桐城投债”专项资金账户到位情况良好。

关注

1. 跟踪期内, 公司代建项目回款质量不高。
2. 跟踪期内, 公司进行业务结构调整, 营业收入下降较快, 经营性净现金流波动较大且呈净流出状态。

¹ “09 桐城投债”设投资人回售选择权, 根据其投资人回售全履行结果, “09 桐城投债”继续托管总额 4.90 亿元。

3. 公司其他应收款快速增长且规模大，对公司资金形成一定占用。
4. 跟踪期内，公司债务规模快速扩大。
5. 跟踪期内，公司回购资金未完全到位。

信用评级报告声明

一、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构成委托关系外，联合资信、评级人员与桐乡市城市建设投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级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。

三、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，未因桐乡市城市建设投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由桐乡市城市建设投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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。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；保障房建设经营。

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2013年底，纳入公司合并报表的子公司合计9家。

截至2013年底，公司资产总额174.76亿元，所有者权益99.11亿元（其中少数股东权益0.58亿元）；2013年实现营业收入10.39亿元，利润总额3.26亿元。

公司注册地址：浙江省桐乡市梧桐街道王家门262号；法定代表人：姜玮。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，

同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操

作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏

制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、

桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、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等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。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。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013年全年，全国固定资产投资总额完成44.71万亿元，比上年名义增长19.3%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资1.97万亿元。

截至2013年，中国城镇化率为53.73%，较上年提高1.1个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。

2. 区域经济发展

近年桐乡市经济持续发展，根据《2013年桐乡市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2013年全市实现地区生产总值(GDP)573.47亿元，按可比价计算，同比增长9.2%。其中第一产业增加值33.19亿元，增长2.2%；第二产业增加值296.54亿元，增长9.3%；第三产业增加值243.74亿元，增长9.9%。三次产业结构比例为5.8: 51.7: 42.5。全市人均生产总值按户籍人口计算人均生产总值84167元（按平均汇率计算折合1.36万美元），比上年增长8.7%。

在地方经济持续增长的同时，桐乡市的固定资产投资也保持较好的发展势头。2013年全市完成固定资产投资 309.68 亿元，同比增长21.3%，其中工业生产性投入 145.28 亿元，比上年增长 18.3%。全年基础设施投资 38.25 亿元，比上年增长 16.5%；房地产开发投资 90.99 亿元，比上年下降 45.8%。

2013年，桐乡市财政总收入81.49亿元，比上年增长7.2%；公共财政预算收入45.53亿元，比上年增长9.0%，主体税种中增值税、营业税分别增长14.4%、4.1%，企业所得税减少17.0%；全年公共财政预算47.16亿元，比上年增长14.4%，用于民生方面支出37.48亿元，比上年增长14.5%，占总支出的比重为79.5%。

整体来看，跟踪期内，桐乡市经济持续增长，财政实力逐步增强，公司作为桐乡市基础设施建设和公用事业运营的垄断企业，公司外部发展环境良好。

五、基础素质

1. 产权状况

桐乡市财政局持有公司 100%股权，为公司的实际控制人。

2. 政府支持

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和政府回购方面。

2013年公司收到各类补贴和资金支持共计9.80亿元，其中包括根据桐财函[2013]29号和30号等文件所体现在营业外收入中的补贴3.02亿元（城市基础设施建设补贴、财政性资金补贴和道路交通设施建设补贴等，体现在收到其他与经营活动有关现金流中）以及公司子公司桐乡市水利建设投资开发有限公司收到的项目回购款0.55亿元和桐乡市交通建设投资集团有限公司收到的项目回购款2.98亿元（体现在销售商品、提供劳务收到的现金中）。公司获得的9.80亿元补贴和资金主要以公司子公司交投集团获得的5.55亿元、水务集团获得的1.80亿元、公投集团获得的0.93亿元和公司本部获得的1.00亿元为主。

总体看，公司在发展过程中得到了各级政府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。

六、管理分析

根据桐城投[2012]3号文件，公司新任总经理吴鉴伟先生。

吴鉴伟先生，50岁，先后就任桐乡市财税局石门税务所所长、桐乡市财税局梧桐分局局长和桐乡市财税局党委委员兼桐乡市城市建设投资有限公司总经理。公司高管人员变更对公司经营状况无重大影响。

跟踪期内，公司在组织架构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

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。跟踪期内，受代建收入减少影响，公司营业收入大幅下降，2013年公司实现营业收入10.39亿元，同比下降41.97%。其中，主营业务收入10.24亿元，主要由代建、供电和供热、自来水销售和安置房销售板块业务占比较多，分别为22.33%、17.77%、13.72%和13.62%。

公司营业收入结构较2012年变化较大，其中代建业务板块收入大幅下降，从2012年的10.63亿元（占比59.90%）大幅减少至2.29亿元（占比22.33%），主要系公司为提升盈利能力主动逐步减少代建业务量所致；安置房销售业务从2012年的0.86亿元（占比4.83%）大幅增长至1.39亿元（占比13.62%）。

公司为提升自身盈利能力进行业务调整，从毛利率方面来看，公司收入占比较大的业务如自来水销售、安置房销售、运输和供电供热等业务的毛利率有所浮动但仍保持了较高的毛利率水平。收入占比较小的业务毛利率波动较大，但对公司整体的利润规模影响不大。

表1 2012~2013年公司主营业务收入构成（单位：万元，%）

项 目	2012 年			2013 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
自来水销售	12890.41	7.26	53.47	14039.19	13.72	52.32
污水处理费	5997.92	3.38	-0.25	9619.6	9.40	21.41
安装	4156.34	2.34	34.80	4000.96	3.91	35.67
材料销售	2211.64	1.25	17.77	3925.13	3.8	11.46
安置房销售	8568.23	4.83	19.34	13942.52	13.62	24.80
通行费	1489.66	0.84	-203.74	494.41	0.48	36.26

运输	9692.25	5.46	29.12	10573.71	10.33	21.48
担保	831.99	0.47	100.00	988.72	0.97	100.00
天然气收入	1467.79	0.83	12.99	1334.82	1.30	25.17
代建	106332.98	59.90	10.70	22857.52	22.33	2.49
教育	1162.21	0.65	22.20	1406.05	1.37	13.68
供电和供热收入	17596.26	9.91	12.74	18185.69	17.77	19.60
其他	5117.14	2.88	22.60	992.44	0.97	94.46
合计	177514.82	100.00	14.77	102360.66	100.00	23.23

资料来源：公司提供

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”）。

水利公司投资项目主要是河道综合整治，开挖土方，砌筑护岸，新装栏杆，建造桥梁，属公益性项目，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（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）。

水利公司代建项目体现在专项应付科目中。2013年，水利公司无新增代建项目且仅完成北永兴港整治项目，该项目总投资2679.85万元，共确认收入2715.98万元。其余代建项目2013年共计确认收入0.70亿元。

水利公司回购项目和 BT 项目体现在在建工程科目中。截至目前，水利公司在建工程中共计投资 0.93 亿元，包括城防四期工程、2009~2011河道整治工程、城防五期工程、河道保洁工程和城防三期扫尾工程等，目前无回购安排。

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。水务集团日常经营可以满足经营资金需求，重大项目建设除去财政资金项目资本金

拨款外，需要通过外部融资解决，每年财政将拨付一定的管网建设财政资金用于偿还项目资金贷款。

2013年，水务集团实现主营业务收入3.15亿元（其中自来水销售1.40亿元、污水处理0.96亿元、材料销售0.39亿元和安装工程0.40亿元），较2012年有所上升；水务集团共拥有地面水厂3个，应急水厂1个，污水处理厂2个，日制水能力49万吨，平均日供水量28.08万立方米，较2012年有所提升。公司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 2012~2013年水务集团经营指标

项 目	2012 年	2013 年
下属水厂数量（个）	5	6
平均日制水量（万立方米）	26	28.08
售水量（万立方米）	8205	10272
污水处理量（万立方）	2956	2740
营业收入（亿元）	2.85	3.15

资料来源：公司提供

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。

跟踪期内，交投集团收入由通行费收入、运输收入和代建收入三部分构成。2013年交投集团通行费同比下降66.81%（系公司收费的高速公路里程中代收业务里程2013年增长，因此确认为公司自有的通行费收入大幅减少），运输

收入同比增长9.09%，代建收入大幅减少30.44%。

表3 近年来交投集团主要收入来源情况(单位: 万元)

收入来源	2012 年	2013 年
通行费	1489.66	494.41
运输	9692.25	10573.71
交通代建	100287.13	15037.83
合计	111469.04	26105.95

资料来源: 公司提供

2013年, 交投集团代建收入主要来源于桐

九公路项目(1.41亿元)和沪杭高铁沿线森林通道项目(0.10亿元), 合计收入1.51亿元, 其中桐九公路项目占93.55%。公司目前在建项目全部计入在建工程科目。

收费公路方面, 目前公司仍在收费的公路包括桐德公路及过境公路及高桥连接线, 2013年上述两条公路收费额共计0.11亿元。由于公司高速公路同行费代收业务2013扩大致使公司自有的高速公路收费业务缩减, 因此交投集团2013年实际实现通行费收入仅为0.05亿元, 相较2012年减少0.10亿元。

表4 2012年~2013年交投集团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	2012 年收费额(万元)	2013 年收费额(万元)
桐德公路	一级公路	25.86	2005.12	--	380.77
过境公路及高桥连接线	一级公路	43.4	2007.6	912.18	681.04
合计		91.26		912.18	1061.81

资料来源: 公司提供

表5 截至2013年底交投公司主要在建项目情况 (单位: 万元)

项目名称	计划投资额	截至2013年底 项目累计投资	2014 年计划投资	筹资安排
桐九公路	53000	17270	20000	财政拨款及银行借款
东宗线二期工程	32319.84	23229.59	1300	财政拨款及银行借款
桐乡市科洲公路	17000	13456	762	财政拨款及银行借款
桐乡市洲甸公路新农村至史桥段	19500	4639.78	5000	财政拨款及银行借款
合计	121819.84	58595.37	27062	--

资料来源: 公司提供

供电供热

公司下属的泰爱斯热电有限公司(以下简称“泰爱斯公司”)主要从事电力和蒸汽的产销业务, 蒸汽供应桐乡市经济开发区内企业, 电力并入嘉兴市电网。截至2013年底, 泰爱斯公司资产2.40亿元, 净资产1.70亿元; 2013年泰爱斯公司实现主营业务收入1.85亿元, 利润总额0.25亿元。

泰爱斯公司的经营模式为: 以动力煤为原料, 进行汽电联产。其中发电量由嘉兴市供电局下达计划安排生产, 剩余供蒸汽。2013年公司蒸汽和发电业务的业务比例为69%和31%。

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业务。截至2013年底, 公投公司资产91.85亿元, 净资产70.11亿元; 2013年公投公司实现主营业务收入1.44亿元, 利润总额1.40亿元。

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。

八、募集资金使用情况

1. 公司公司债券发行概况

公司于2009年4月29日发行12亿元公司债券，债券简称“09桐城投债”，债券期限5+2年，“09桐城投债”附公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。根据投资人回售权履行结果，“09桐城投债”继续托管总额4.90亿元。公司于2014年4月21日发布付息公告。

2. 募集资金使用情况

本期债券募集资金12亿元，全部用于污水处理及水务项目和城市基础设施建设项目。本期债券募投项目为桐乡市污水处理尾水外排工程、太湖流域桐乡市水环境综合整治工程、桐乡市过境公路及高桥连接线项目和桐乡市绕城西线公路建设项目，募集资金已全部使用完。目前桐乡市过境公路及高桥连接线等项目已全部被政府回购，剩余项目也准备于近两年内全部回购完毕。

九、财务分析

公司2013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。2013年公司合并范围较2012年相比同时新增和减少一家公司。新增桐乡泰爱斯热电有限公司，系2013年桐乡市国有资产监督管理委员会办公室划拨；减少公司三级子公司桐乡市汇合水质净化有限公司，系公司二级子公司桐乡市水务集团所处置。

截至2013年底，公司资产总额174.76亿元，所有者权益99.11亿元；2013年实现营业收入10.39亿元，利润总额3.26亿元。

1. 盈利能力

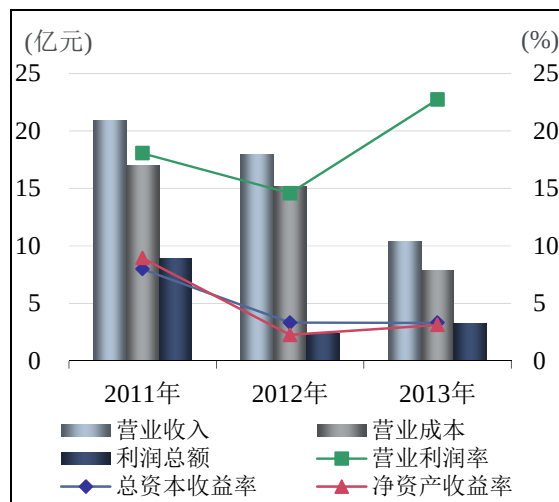
2013年，公司实现营业务收入10.39亿元，较上年下降41.97%，主要由于代建收入下降导致。另一方面，公司代建成本同比下降76.52%，与营业收入下降相匹配。跟踪期内公司营业利润率较上年有所上升，为22.74%，系公司毛利

占比较低的代建项目实施减少所致。

跟踪期内，公司期间费用2.00亿元，同比下降14.87%，占营业收入比重由2012年的13.13%上升至19.26%，对公司利润侵蚀程度加大；公司期间费用以管理费用为主，2013年管理费用占营业收入比重为13.61%，导致公司在营业收入大幅下降的状态下期间费用占比上涨，压缩公司利润空间；2013年公司收到营业外收入3.03亿元，同比增长42.70%，主要为财政资金补贴和城市基础设施建设项目补贴；虽然2013年公司营业收入下降明显，但当期公司实现利润总额3.26亿元，同比增长37.48%，公司利润总额受政府补助影响较大。

从指标看，2013年，受营业外收入增加的影响，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.31%和3.12%，分别较上年持平和有一定增长。

图1 2011~2013年公司盈利情况



资料来源：公司年报。

综合看，跟踪期内受到代建收入大幅下降的影响，公司营业收入大幅减少，但盈利能力有所好转；公司以管理费用为主的期间费用对利润规模侵蚀较大，以政府补贴为主的营业外收入对公司利润形成良好补充。未来随公司代建桐乡市市政、水利等基础设施回购增加，以及公司对城建资产的整合深入，公司营业收入有望增长。

2. 现金流及保障

经营活动方面, 2013 年虽然代建业务收入大幅减少, 但由于公司收到部分 2012 年回购款, 导致销售商品、提供劳务收到的现金同比减少幅度较小, 仅为 20.99%, 而购买商品、接受劳务支付的现金为 9.48 亿元, 同比增长 33.45%。公司现金收入比由上年的 89.43% 上升至 121.78%, 鉴于公司营业收入大幅下降且收到的现金有部分为 2012 年回购款, 因此公司现金收入质量一般; 公司收到其他与经营活动有关的现金较 2012 年减少 44.91%, 为 7.65 亿元, 主要为收到政府补贴以及与其他单位往来款; 2013 年公司经营活动产生的现金流量净额为 -0.65 亿元。

从投资活动来看, 2013 年公司投资活动以投资流出为主, 现金流量净额为 -20.85 亿元, 较 2012 年大幅增长 322.92%。投资活动现金流入 30.35 亿元, 以收回投资收到的现金为主, 主要系诚信担保公司收回的投资和城投公司的转贷资金; 投资活动现金流出 51.20 亿元, 主要以投资支付的现金为主, 该部分资金系公司进行大额转贷所致。

从筹资活动看, 2013 年公司筹资活动产生的现金流入 45.66 亿元, 主要由借款和发行债券收到的现金组成; 筹资活动产生的现金流出共 23.05 亿元, 其中偿还债务支付现金 20.50 亿元; 2013 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 22.61 亿元, 公司扩大融资规模, 有息债务规模有所增长。

跟踪期内, 公司经营活动获现能力提高, 投资活动和筹资活动大幅增加。

3. 资本及债务结构

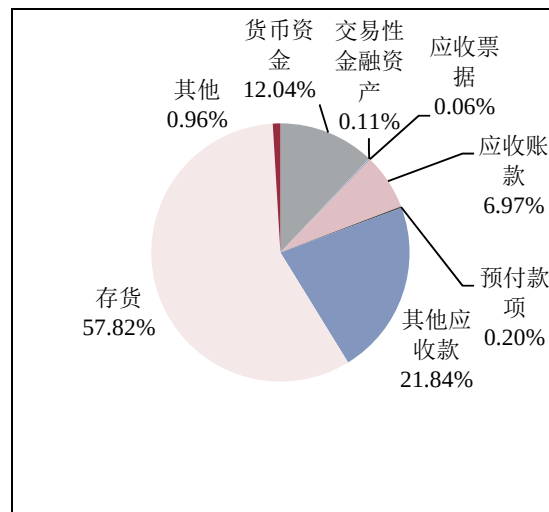
截至 2013 年底, 公司资产总额为 174.76 亿元同比增长 7.66%, 其中流动资产占比 78.29%, 非流动资产占 21.71%, 资产结构与上年变化不大。

流动资产

截至 2013 年底, 公司流动资产 136.82 亿

元, 同比增长 12.88%, 其中, 占比较大的科目主要为存货、其他应收款、货币资金和应收账款, 分别占流动资产的 57.82%、21.84%、12.04% 和 6.97%。

图 2 截至 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报。

截至 2013 年底, 公司货币资金 16.47 亿元, 同比增长 22.32%, 系该年度筹资活动增加所致。公司货币资金以银行存款为主。

截至 2013 年底, 公司应收账款 9.54 亿元, 同比减少 18.08%, 系为公司所落实的项目资金。公司自 2013 年开始逐步减少代建业务规模。未来随着公司确认回购的项目逐步减少, 应收项目回购款也将减少。

截至 2013 年底, 公司其他应收款 29.88 亿元, 同比增长 61.15%。从账龄看, 其中 1 年以内占 81.55%, 1~2 年占 4.65%, 2~3 年占 8.72%, 3 年以上占 5.08%, 坏账准备合计计提 0.34%。其他应收款对公司资金形成较大占用。

表 6 截至 2013 年底公司其他应收款前五名单位情况

单位名称	金额(亿元)	性质
经济开发区基础设施公司	5.33	往来款
桐乡市汇合水质净化有限公司	4.44	往来款
桐乡市文教园区建设投资有限公司	4.23	往来款
桐乡市旧城改造指挥部办公室	2.80	往来款

桐乡市振东新区建设投资有限公司	1.72	往来款
合计	18.52	--

资料来源：公司年报

截至 2013 年底，公司存货 79.12 亿元，较 2012 年底增长 2.57%，基本保持稳定。存货中土地占比 73.38%，变现能力较弱。

非流动资产

截至 2013 年底，公司非流动资产 37.94 亿元，较上年下降 7.73%。其中占比较大科目主要为固定资产、在建工程、长期股权投资及无形资产，分别占流动资产的 43.52%、22.04%、16.38%、12.74%。

截至 2013 年底，公司长期股权投资 6.21 亿元，同比增长 3.88%，主要是公司本年新增对嘉兴市嘉萧高速公路投资开发有限公司的投资 0.30 亿元所致。

公司固定资产主要是房屋及建筑物、管网和机器设备，2013 年公司固定资产净额合计 16.51 亿元，同比下降 25.04%，截至 2013 年底固定资产累计折旧 9.65 亿元，其中房屋及建筑物占 38.83%，管网占 25.67%、机器设备占 20.24%。

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，但流动资产中存货、应收账款和其他应收款占比较大，其中存货的构成主要为土地，故构成流动性较差，应收账款和其他应收款回收时间不确定，使公司资金周转压力加大，整体资产质量一般。

负债及所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益 99.11 亿元，同比增长 3.01%，主要系未分配利润增长所致。公司属于母公司的所有者权益中实收资本占 4.06%、资本公积占 78.60%、盈余公积占 1.13%、未分配利润为 16.21%，公司所有者权益较为稳定。2013 年公司资本公积较 2012 年减少 0.20 亿元，其中公司收到无偿划拨的房地产 0.25 亿元，对子公司桐乡市诚信责任担保有限公司权益变动享有的其他权益变动增加 0.04

亿元；同期公司对子公司权益变动享有的其他权益减少 0.37 亿元，且同一控制下合并减少资本公积 0.12 亿元。

截至 2013 年底，公司负债总额为 75.65 亿元，同比增长 14.43%，主要系长期借款和应付债券增加所致。从债务结构看，流动负债占比由上年的 32.45%下降至 22.89%，非流动负债占比由 67.55%上升至 77.11%。

截至 2013 年底，公司流动负债合计为 17.31 亿元，同比减少 19.29%，主要系短期借款和其他应付款减少所致。截至 2013 年底，公司短期借款 1.69 亿元，渐少 35.28%。截至 2013 年底，公司其他应付款为 7.85 亿元，同比减少 35.47%，主要是与桐乡市城市水利生态建设有限公司借款和嘉兴市沪杭高铁客运专线投资开发有限公司的搭桥贷款分摊（该笔款项计入长期债务）。流动负债中短期借款、其他应付款和一年内到期的长期负债分别占比 9.75%、45.37%和 33.56%；公司非流动负债 58.34 亿元，同比增长 30.63%，主要系应付债券增长所致，即 2013 年 5 月 16 日发行的桐乡市城市建设投资有限公司公司债券。公司非流动负债以长期借款和应付债券为主，分别占 42.87%和 44.50%。

截至 2013 年底，公司全部有息债务为 60.47 亿元，同比增长 33.33%，其中短期债务占 12.40%，长期债务占 87.60%。

从债务负担水平看，公司的资产负债率有所上升至 43.29%，长期债务资本化比率及全部债务资本化比率均有所上升，2013 年底为 34.83%和 37.89%。

总体看，跟踪期内，公司负债水平有所上升，但整体债务负担较轻。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013 年公司流动比率为 790.26%，速动比率为 333.31%；公司短期有息债务为 7.50 亿元，公司现金类资产足以覆盖短期债务，其短期偿付能力正常。

从长期偿债指标看，随利润总额的增长，2013 年公司 EBITDA 为 6.90 亿元，较 2012 年略微增长；全部债务/EBITDA 值为 8.47 倍。总体看，公司整体债务保护能力一般，但考虑到公司部分借款（水利项目投资）已纳入桐乡政府的还款计划、桐乡市政府对公司的土地收益金返还、代建项目回购以及未来财政补贴资金的规模，公司对长期债务偿还具有一定的保证能力。

2013 年，公司 EBITDA 为本期债券的 0.58 倍，经营活动现金流入量为本期债券的 1.69 倍，经营活动现金净流量为本期债券的 -1.79 倍，总体来看，公司对本期债券的保障程度较弱。

截至 2013 年底，公司对外担保合计 44.78 亿元，主要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（以下简称“09 湖交投债”）提供全额无条件不可撤销的连带责任担保。2014 年 5 月，根据投资人回售全履行结果，“09 湖交投债”继续托管总面额 27434.38 万元，公司对外担保金额有所减少。

截至 2013 年底，公司获得银行综合授信合计 38.62 亿元，已使用额度 29.35 亿元，尚未使用额度 9.27 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

目前，公司已发行债券有“09 桐城投债”（证券代码 098068），即本期债券。存续期为 5+2 年期，每年 4 月 29 日为付息日，节假日顺延。

根据公开市场信息，截至 2014 年 5 月底，公司在公开市场发行债券未有违约。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及桐乡市区域及财力状况、桐乡市政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、偿债保障措施

公司在中国工商银行股份有限公司浙江省桐乡支行（以下简称“银行”）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%）。根据公司提供的由中国工商银行股份有限公司桐乡支行出具的专项偿债基金存款证明，截至 2014 年 4 月 19 日，偿债基金账户余额为 5.08 亿元，为本期债券本金的 42.33%，金额和时间均符合上述偿债基金要求。

公司作为桐乡市政府唯一的基础设施建设主体，担负着一定公益性项目建设任务，当地政府每年给予公司一定的财政补贴，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。

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。

各年回购资金及财政补贴支付情况见表 7。2013 年公司收到各级政府拨款共计 9.80 亿元，其中包括根据桐财函[2013]29 号和 30 号等文件所体现在营业外收入中的补贴 3.02 亿元（城市基础设施建设补贴、财政性资金补贴和道路交

通设施建设补贴等，体现在收到其他与经营活动有关现金流中）以及公司子公司桐乡市水利建设投资开发有限公司收到的项目款0.55亿元和桐乡市交通建设投资集团有限公司收到的项目款2.98亿元（体现在销售商品、提供劳务收到的现金中）。公司获得的9.80亿元补贴和资金主要以公司子公司交投集团获得的5.55亿元、水务集团获得的1.80亿元、公投集团获得的0.93亿元和公司本部获得的1.00亿元为主。相较于2012年11.93亿元，公司收到的政府拨款略有减少，且其中落实的项目资金占比下降，财政补贴占比提升，但总量上符合回购资金及财政补贴的计划安排。联合资金将持续关注未来项目资金和财政补贴的落实情况。公司于2013年4月29日按时偿付当年利息。

表 7 回购资金及财政补贴计划（单位：亿元）

年度	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
回购 金额	0.96	0.96	4.59	4.59	4.59	4.59	3.64
各类 补贴	3.00	4.00	4.00	4.00	5.00	5.00	5.00
合计	3.96	4.96	8.59	8.59	9.59	9.59	8.64

资料来源：公司提供

十一、担保人分析

“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”）提供无条件不可撤销的连带责任担保。

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。湖州交投为国有独资有限责任公司，注册资本为人民币 18 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。

湖州市经济近几年保持较快的增长势头，

2004 年以来 GDP 连续保持 14%以上的较高水平。2013 年湖州市实现生产总值（GDP）1803.2 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.0%，增速居全省前列。

湖州市经济总量的不断增长增强了地方财政实力，为地方交通基础设施的投资建设奠定了较好的经济基础。2013 年，湖州市实现财政总收入 271.7 亿元，其中地方财政收入 154.7 亿元，分别比上年增长 10.0%和 11.6%；财政总收入占 GDP 的比重为 15.1%；地方财政收入中，税收收入 145.1 亿元，增长 9.7%，占比为 93.8%。

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，湖州交投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。

截至 2013 年底，湖州交投合并资产总额 274.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益 18.45 亿元）147.18 亿元。2013 年实现营业收入 2.73 亿元，利润总额 0.16 亿元。

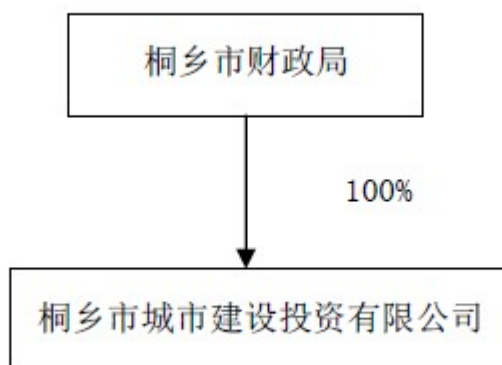
经联合资信评定，湖州交投主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

十二、结论

总体来看，在跟踪期内，本期债券募投项目的投建完成，公司针对本期债券的各项增信措施可进一步保障本期债券到期偿付的安全性。

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 的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	10.77	13.71	16.70
资产总额(亿元)	160.54	162.33	174.76
所有者权益(亿元)	98.09	96.22	99.11
短期债务(亿元)	5.57	7.28	7.50
长期债务(亿元)	41.91	38.07	52.97
全部债务(亿元)	47.48	45.35	60.47
营业收入(亿元)	20.91	17.91	10.39
利润总额(亿元)	8.93	2.37	3.26
EBITDA(亿元)	11.48	6.63	6.90
经营性净现金流(亿元)	2.39	13.96	-0.65
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.15	1.67	0.98
存货周转次数(次)	0.22	0.20	0.10
总资产周转次数(次)	0.13	0.11	0.06
现金收入比(%)	54.22	89.43	121.78
营业利润率(%)	18.05	14.58	22.74
总资本收益率(%)	7.98	3.32	3.31
净资产收益率(%)	8.93	2.25	3.12
长期债务资本化比率(%)	29.94	28.35	34.83
全部债务资本化比率(%)	32.62	32.04	37.89
资产负债率(%)	38.90	40.73	43.29
流动比率(%)	662.76	565.07	790.26
速动比率(%)	226.61	205.50	333.31
经营现金流流动负债比(%)	13.81	65.07	-3.74
EBITDA 利息倍数(倍)	2.13	1.73	2.95
全部债务/EBITDA(倍)	4.00	6.55	8.47

注：本报告将公司部分其他应付款和长期应付款调至长期债务。

附件 3 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 + 费用化利息支出) / (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
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%

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

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 4 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。