

# 信用等级公告

联合[2009] 018 号

---

联合资信评估有限公司通过对绍兴市水务集团有限公司 2009 年 15 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

绍兴市水务集团有限公司  
2009 年 15 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  
二零零九年一月八日



# 绍兴市水务集团有限公司

## 2009年15亿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<sup>-</sup>

评级展望: 稳定

本期公司债券信用等级: AA<sup>+</sup>

本期公司债券发行额度: 15 亿元

本期公司债券存续期限: 7 年

评级时间: 2009 年 1 月 8 日

### 财务数据:

| 项 目               | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 资产总额 (亿元)         | 53.26  | 95.25  | 98.79  |
| 所有者权益 (亿元)        | 16.27  | 49.59  | 51.12  |
| 长期债务 (亿元)         | 18.99  | 19.88  | 19.16  |
| 全部债务 (亿元)         | 23.82  | 25.03  | 25.14  |
| 主营业务收入 (亿元)       | 7.06   | 8.37   | 8.54   |
| 净利润 (亿元)          | 1.53   | 1.48   | 1.43   |
| EBITDA (亿元)       | 4.50   | 4.63   | 5.20   |
| 经营性净现金流 (亿元)      | 3.33   | 3.64   | 3.61   |
| 主营业务利润率 (%)       | 23.39  | 25.63  | 17.83  |
| 净资产收益率 (%)        | 9.40   | 2.99   | 2.81   |
| 资产负债率 (%)         | 61.03  | 35.38  | 35.76  |
| 全部债务资本化比率 (%)     | 53.43  | 28.91  | 28.38  |
| 流动比率 (%)          | 77.74  | 337.44 | 302.70 |
| 全部债务/EBITDA (倍)   | 5.29   | 5.41   | 4.83   |
| EBITDA 利息倍数 (倍)   | 4.98   | 4.73   | 4.73   |
| EBITDA/本期发债额度 (倍) | 0.30   | 0.31   | 0.35   |

### 分析师

黄 竞

010-85679696-8875

huangjing@lianheratings.com.cn

陈 静

010-85679696-8813

chenjing@lianheratings.com.cn

### 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

联合资信评估有限公司 (简称“联合资信”) 对绍兴市水务集团有限公司 (以下简称“绍兴水务”或“公司”) 的评级反映了公司作为绍兴市政府唯一从事水务建设和经营的主体, 在产业链条、区域垄断经营和政府支持等方面的显著优势。联合资信同时注意到, 由于水务的非市场化定价机制, 目前水务折旧带来的高成本需要依靠政策提价进行消化, 因此公司盈利能力受水价政策影响较大, 目前公司盈利能力偏弱。联合资信认为, 公司整体信用风险较低。

未来随着公司水务产能的释放, 加之水价上调的必然趋势, 公司经营情况有望向好, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券由中国投资担保有限公司 (以下简称“中投保”) 提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保可以更好地保证本期债券本息的偿还。同时经绍兴市人大批准, 绍兴市政府为本期债券设立专项偿债基金, 从财政预算内收入中逐年提取, 用于保证本期债券按期还本付息。联合资信认为, 本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

1. 绍兴地区经济较发达, 区域产业结构稳定, 整体水务发展环境较好。
2. 公司从事的水务经营垄断优势突出, 且水务产业链条完善。
3. 公司管理水平较高, 对下属子公司管控力度较强。
4. 公司拥有的土地资产质量较好, 变现能力较强。

### 关注

1. 公司水务固定资产规模较大, 带来的折

旧成本较高，未来水务固定资产的增多将继续增大公司的折旧成本。

2. 公司盈利能力受水价政策影响较大。

## 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）与绍兴市水务集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与绍兴市水务集团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。
- 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，未因绍兴市水务集团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。
- 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绍兴市水务集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 绍兴市水务集团有限公司 2009 年 15 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

绍兴市水务集团有限公司（以下简称“绍兴水务”或“公司”）于2000年12月经绍兴市委发[2000]92号文件批准，由绍兴市供水投资发展有限公司、绍兴市自来水总公司、绍兴市排水管理处、绍兴市排水投资发展有限公司等单位组建成立的国有独资有限责任公司。公司于2001年5月21日在绍兴市工商行政管理局注册登记并领取了企业法人营业执照，注册号为3306001006643。公司注册资本为47900万元。

公司业务以绍兴城市水务规划、建设、运营和管理为主，即水务业务包括原水销售、制水、自来水供应、污水收集、污水处理和排放，是绍兴市水资源建设和经营领域的主要力量，具有地区垄断优势。

截至2007年底，公司拥有控股和间接控股企业14家，参股企业3家，公司本部设立办公室、人力资源部、财务管理部、投资发展、企业管理部、工程技术部和监察审计部7个职能部门。截至2007年底，公司本部及下属单位在职人员共计1233人。

截至2007年底，公司（合并）资产总额987854.88万元，所有者权益（不含少数股东权益）511150.86万元；2007年公司实现主营业务收入85365.99万元，净利润14344.78万元；经营活动产生的现金流量净额36138.28万元。

公司注册地址：绍兴市环城南路376号；  
法定代表人：周克文。

## 二、本期债券及债券筹资项目概况

### 1. 本期债券概况

公司计划于2009年发行人民币公司债券15亿元，债券期限为7年，本期债券设置债券投资人提前回售条款，即投资者可以选择在债券存续期第五年末以面值回售给公司。

本期债券采用固定利率，单利按年计息，不计复利，最后一期利息随本金兑付一起支付，年度付息款项自付息首日起不另计利息，本金自兑付首日起不另计利息。本期债券由中国投资担保有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，同时根据绍政函[2008]9号文，经绍兴市人大批准，绍兴市政府为本期债券建立偿债基金，并承诺每年从财政预算内收入中拨入该基金的资金不低于4亿元，并在债券兑付本息日前10个工作日内，将相应的资金从偿债基金里拨入公司偿债专户。

鉴于本期债券设置债券投资人提前回售条款，即投资者可以选择在债券存续期第五年末以面值回售给公司。因此以下分析保守以债券存续期5年进行分析。

### 2. 本期债目概况及资金安排

本次债券募集资金将全部用于水务和水利两大类建设项目。项目总投资为316936万元，其中财政支持项目资本金占9.48%、本期企业债券12亿元投入表1项目，占总投资37.87%（其余3亿元为补充现金流）、商业银行贷款占19.20%，其余为自有资金。由于下表中大部分项目2008年前便开始动工，截至2007年底，以下项目已投入资金累计为141000万元，占项目总投资的44.54%，因此公司未来实际还需要投入175603万元。（见表1）

表1 本期债券项目建设情况

| 项目名称 |                    | 总投资<br>(万元) | 截至目前<br>已投入资金<br>(万元) | 建设周期<br>--年--年 | 资金安排(万元) |       |       |       |      |
|------|--------------------|-------------|-----------------------|----------------|----------|-------|-------|-------|------|
|      |                    |             |                       |                | 财政资金     | 企业债券  | 商行贷款  | 自有资金  | 其他   |
| 水务工程 | 绍兴市应急备用水厂及配套管网一期工程 | 55874       | 3000                  | 2007—2011      |          | 18000 | 27956 | 9918  |      |
|      | 绍兴市小舜江供水二期工程—南线    | 47993       | 21500                 | 2004—2009      |          | 11000 | 23553 | 13440 |      |
|      | 绍兴市小舜江供水二期工程—净水厂   | 25176       | 14000                 | 2004—2006      |          | 6000  | 11600 | 7576  |      |
|      | 绍兴污水处理厂三期工程        | 89563       | 57500                 | 2006—2009      |          | 27000 | 32889 | 26674 | 3000 |

|      |                |        |        |            |       |        |       |       |  |
|------|----------------|--------|--------|------------|-------|--------|-------|-------|--|
|      | 绍兴市城市供排水管网改造工程 | 48617  | 15000  | 2005—2012  | 15000 | 29000  |       | 4617  |  |
| 水利工程 | 市区曹娥江引水工程      | 49714  | 30000  | 2007--2009 | 15000 | 29000  |       | 5714  |  |
|      | 总投资            | 316936 | 141000 |            | 30000 | 120000 | 95998 | 67939 |  |

资料来源：公司提供

### 3. 本期债目介绍

#### (1) 水务工程

##### ① 绍兴市应急备用水厂及配套管网一期工程

本项目建议书于2007年7月6日获浙江省发展和改革委员会浙发改投资[2007]438号文件批复。

本项目建设内容包括取水、净水厂和向绍兴市区、县及工业区供水的输配水工程。原水供应工程设计规模60万吨/日，建成后将成为城市第二大供水水源，应急备用水厂一期工程制水设计规模为20万吨/日，配套管网长17公里。本工程的建设解决了目前绍兴市区、县原水系统存在的唯一性，提高了供水的安全性和可靠性。

##### ② 绍兴市小舜江供水二期工程—南线

本项目可行性研究报告于2005年11月11日获得浙江省绍兴市发展和改革委员会绍市发改中心[2005]86号文件批复。

随着绍兴市、县经济的快速发展，日用水的需求不断提升，为确保小舜江供水区域的用水可靠性，建设本期工程显得十分迫切。

本项目主要是供水管网铺设工程，管网线总长44.2公里，主要包括二路主要干管：一路由水厂向北到滨海工业区，另一路由水厂向西朝福全镇、兰亭方向敷设，最终到绍兴县。建成后输水能力为20万吨/日。

##### ③ 绍兴市小舜江供水二期工程—净水厂

本项目可行性研究报告于2004年8月13日获得浙江省发展和改革委员会浙发改投资[2004]635号文件批复。

净水厂一期工程于2000年建成通水，水源为汤浦水库，一期工程制水能力为40万吨/日，现已无法满足城市用水需求。因此本项目作为净水厂二期工程，设计制水能力为40万吨/日，并配套铺设一根DN1600~DN800全长约30公里

的管道由出口向北铺设直至滨海工业区。

##### ④ 绍兴市污水处理三期工程

本项目可行性研究报告于2004年9月3日获得浙江省发展和改革委员会浙发改投资[2004]736号文件批复。

目前绍兴产业结构中，重污染企业占比较大，对污水处理能力要求较高。绍兴污水处理三期工程将在滨海开发区靠近钱塘江附近新建一座设计规模为40万吨/日的污水处理厂，用以加大地区污水处理能力，平衡地区产业的发展需求。

##### ⑤ 绍兴市城市供排水管网改造工程

本项目可行性研究报告于2007年8月1日获得经浙江省绍兴市发展和改革委员会绍市发改中心[2007]71号文件批复。

本工程主要包括各开发区的供水管网（主要为供水管线）改造和排水管网（含排污管线、排污提升泵站）改造两部分。在绍兴市城南新区规划区域内，供水管网改造规划管径在DN400~DN200的给水管总计长度约59.5公里，排污管网改造规划管径d800~d400的排污管总计长度约69公里，并配套建设规模在0.3万吨/日~2.3万吨/日的排污提升泵站9座；在镜湖新区规划区域内，供水管网改造规划管径在DN600~DN200的给水管总计长度约111.1公里，排污管网改造规划管径d1200~d300的排污管总计长度约75公里，并配套建设规模在0.2万吨/日~10.5万吨/日的排污提升泵站15座；在迪荡新城规划区域内，供水管网改造规划管径在DN600~DN200的给水管总计长度约20.26公里，排污管网改造规划管径d500~d300的排污管总计长度约16.06公里，并配套建设规模在0.25万吨/日~1.6万吨/日的排污提升泵站4座。

#### (2) 水利工程

##### ① 绍兴市城区曹娥江引水工程

本项目可行性研究报告于2007年7月4日获



得浙江省绍兴市发展和改革委员会绍市发改中心[2007]56号文件批复。

本工程引水口位于上浦闸库区小舜江口，经小舜江、长山投溪通过引水闸进入隧洞，隧洞出口通过箱涵和河道与上灶江相连，经洄涌湖至市区，全长26公里。工程自流设计引水量为10.0m<sup>3</sup>/S，泵提水最大引水流量为20.0 m<sup>3</sup>/S。

曹娥江引水工程是绍兴市市区清水工程的一项关键性工程，也是优化曹娥江水资源配置的重大基础设施项目，工程的实施可提高市区河道水质，实现市区环境的根本改观。

综合来看，以上项目建成后将有效提高城市给排水能力，改善城市水资源环境，可帮助促进区域经济和社会事业的发展，加快人口和产业要素的聚集。

表2 项目建成后对城市给排水能力的影响

| 科 目    | 2007 年底  | 新增      | 项目建成后合计  |
|--------|----------|---------|----------|
| 原水供应能力 | 100 万吨/日 | 60 万吨/日 | 160 万吨/日 |
| 制水能力   | 80 万吨/日  | 20 万吨/日 | 100 万吨/日 |
| 污水处理能力 | 60 万吨/日  | 40 万吨/日 | 100 万吨/日 |

注：绍兴市小舜江供水二期工程——净水厂已于2006年底建成投产，因此2007年底制水能力由原40万吨/日提升至80万吨/日，未来制水能力扩大主要来自绍兴市应急备用水厂及配套管网一期工程中配套建设的20万吨/日净水厂

此外，以上项目均可产生收益，但考虑到水务的投资规模大，收益回报周期长的特点（以上项目平均年回收期为10年），因此在债务偿还方面还需要依靠地方财力。

### 三、经济实力与政府支持

水务作为基础公用事业，不仅关系民生，还直接影响地区经济发展速度，和产业结构的稳定程度，是各市政府重点关注和发展的行业之一，因此公司在政府层面上可获得一定支持，且地方经济实力也直接影响到政府对公司支持程度和对其支持的持续性。

#### 1. 经济实力

近年来绍兴市经济发展持续向好，2005-2007年绍兴市地区生产总值年均复合增长16.71%，全市财政预算内收入和全社会固定资产投资年均复合增长率分别为26.65%和11.67%（见下表）。2007年绍兴市地区GDP和财政收入在浙江省内排名第四位，绍兴市地区GDP在全国50强城市中排名第31位，高于常州市、福州市、西安市等地区。

表3 绍兴全市财政收入及固定资产投资情况

| 项目（亿元）    | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 变动率%  |
|-----------|--------|--------|--------|-------|
| 地区生产总值    | 1447   | 1678   | 1971   | 16.71 |
| 全市财政预算内收入 | 76.13  | 94.55  | 122.12 | 26.65 |

数据来源：绍兴市统计局

根据绍兴市“十一五”规划，十一五期间，地区GDP将累计达到10000亿元，全市财政合并收入（预算内+预算外）将累计达到2000亿元。

#### 2. 政府支持情况

##### (1)土地储备

根据绍政发[2005]47号文，绍兴市政府授予公司土地储备开发职能，根据2006年绍兴市人民政府办公室抄告单第229号文件精神，绍兴市政府将绍兴市国际物流中心有限公司70061平方米国有土地使用权、原西郭水厂63866.07平方米国有土地使用权、市九里蚕种场136334平方米国有土地使用权划拨给公司作为国有资本注入，土地确认的评估价值合计255102.18万元。

##### (2)偿债承诺

根据绍政函[2008]9号文，经绍兴市人大批准，绍兴市政府为本期债券建立偿债基金，并承诺每年从财政预算内收入中拨入该基金的资金不低于4亿元，并在债券兑付本息日前10个工作日内，将相应的资金从偿债基金里拨入公司偿债专户。

### (3)财政拨款

2004~2007 四年公司实际累计收到市财政拨款 106676.61 万元,根据绍市河整发[2005]28 号文、绍市河整发[2006]17 号文和绍市河整发[2007]86 号文,以上资金中 54525.49 万元作为国有资本金注入,其余主要作为河道建设补贴收入。

此外,根据绍政函[2008]9 号文,为增强公司盈利能力,绍兴市财政同意自 2008 年开始每年从市财政基本建设专户中拨款不低于 2 亿元至公司作为财政补贴收入。

整体看,绍兴市政府经济实力较强,且政府对公司支持力度较大,对公司未来支持的持续性较好。

## 四、公司投融资与偿债规划

### 1. 投资方面

公司未来五年的投资项目主要为本期公司债对应的项目,项目总投资为 316936 万元。(见表 1)

### 2. 融资方面

根据表 1 债项资金分配方案,扣除已投入

的资金,保守估计公司 2008~2012 年举债资金将达到 175603 万元。其中 150000 万元为本期发行的公司债券,其余为银行贷款。

### 3. 偿债规划方面

从公司目前债务情况来看,截止 2007 年底,公司实际有息债务合计 251442.77 万元,包括 59824.27 万元短期债务和 191618.50 万元 5~10 年期长期债务,加上公司未来五年的债务,累计债务规模合计将达到 367221.50 万元。

根据[2008]9号文件,绍兴市政府为本期15亿元债券设立专项偿债基金,从财政预算内收入中逐年提取,用于保证本期债券按期还本付息。因此未来五年实际由公司承担偿还的新增债务仅为25603万元。再加上2007年底的全部债务,预计公司未来实际承担的债务规模约为 277045.77 万元。

从下表看,各偿债人对承担相应债务的偿还能力尚可。

此外,政府为加强公司融资职能,提高公司自身的偿债能力,在财政拨款和土地划拨方面给予公司大力支持,有效地增强了公司的盈利能力。

表 4 公司偿债安排

| 债务情况                  |        | 债务金额<br>(万元)    | 实际偿债人 | 偿还能力                                                                                          |
|-----------------------|--------|-----------------|-------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2007<br>年底<br>有<br>债务 | 短期债务   | 59824.27        | 绍兴水务  | 短期债务/2007 年经营活动现金净流量 1.66 倍<br>短期债务/2007 年销售商品提供劳务收到现金 0.70 倍<br>2007 年底公司现金类资产合计/短期债务 0.68 倍 |
|                       | 全部债务   | 251442.77       |       | 全部债务/2007 年公司 EBITDA 4.83 倍                                                                   |
| 未 来<br>5 年<br>债务      | 实际承担债务 | 25603+251442.77 | 绍兴水务  | 实际承担债务/2007 年公司 EBITDA 5.32 倍                                                                 |
|                       | 公司债券   | 150000          | 地方财政  | 2007 年绍兴预算内财政合并收入/公司债券 8.14 倍<br>2007 年市本级财政收入/公司债券 2.26 倍                                    |

## 五、公司人员情况分析

### 1. 公司本部员工情况

截至2007年底,公司本部及下属子公司合

计在职人员1233人。从人员年龄结构和文化水平看(见下表),公司本部人员整体素质较好,下属子公司人员情况符合行业特点,基本能满足公司运作需求。



表5 公司人员分布

| 项目 | 文化素质 |      |      | 职 称 |     |    | 年 龄   |        |       | 总人数  |
|----|------|------|------|-----|-----|----|-------|--------|-------|------|
|    | 初中以下 | 高中中专 | 大专以上 | 初级  | 中级  | 高级 | 30岁以下 | 30至50岁 | 50岁以上 |      |
| 人数 | 182  | 220  | 831  | 271 | 153 | 24 | 446   | 688    | 99    | 1233 |

资料来源：公司提供

## 2. 公司高层人员情况

公司本部现有高级管理人员包括董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 3 人，总工程师 1 人。高级管理人员中博士 2 人，硕士 1 人，高级管理人员平均年龄 45 岁。

公司董事长兼党委书记周克文先生，现年 48 岁，大学本科学历。历任任新疆自治区党委办公厅秘书、任绍兴市城建委副主任、纪委书记、任绍兴市人民政府副秘书长、任新昌县委书记。

公司总经理沈安龙先生，现年 45 岁，审计师，历任绍兴市审计局局长；工业国资公司副总经理；市劳动保障局副局长。

公司总工程师沈荣根先生，现年 49 岁，教授级高级工程师，历任绍兴市水利局办公室副主任、防汛办公室副主任；绍兴市小舜江管委会建设局局长；绍兴市汤浦水库管理局，任副局长。

公司高层管理人员文化水较高，具备较好的行业从业经历和专业水平，管理水平较高，整体素质较好。

## 六、公司管理情况

公司采取有限责任公司制形式，行使绍兴市政府授权范围内国有资产出资人权利，是代表绍兴市政府进行城市水务经营和建设投融资的企业法人。按照《公司法》要求，公司设立了董事会、执行监事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、监事由绍兴市政府任免。经理层由董事会聘任，实行职业经理人制度。公司本部设立办公室、人力资源部、财务管理部、投资发展、企业管理部、工程技术部监察审计部 7 个职能部门，拥有控股和间接控

股企业 14 家，参股企业 3 家。

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。投资管理方面，公司实行了年度计划管理，对所投资的项目采用了三级审批制。资产管理方面，公司通过委派人员直接参与下属子公司的经营管理，按季度对下属单位制定了相关的考核方案。资金管理方面，公司建立了资金结算中心，内部资金的管理及统筹能力较强。

公司注重加强对水务经营领域的管理，主要包括对水务管网、客户和水质的管理。水务管理方面：一方面公司选用优质管材，提升管网硬件质量；另一方面是管网检漏，即通过建立供水调度系统对水流量、水压等情况监测，并配合 GIS 管网定位系统准确判断出漏水的管网，及时更新，使得公司自来水管网漏损率逐年下降，2007 年为 5.13%，远低于按国家有关规定修正的实际漏损率 16% 的标准。客户管理方面，公司建立营业管理系统（用户交费系统）和呼叫系统（售后服务系统）加强对终端用户的管理和服务质量提升，使得 2005~2007 年公司水费回收率均达到 99%。水质管理方面，公司已建立了水质监测中心，定期取水检测，该监测中心已获国家实验室认证。

此外，公司还注重各项管理体系的建立，如质量管理、环境管理以及职业环境健康安全管理等，并通过相应的国际认证（详见附件 5）。

综合看，公司法人治理结构较为完善，内部管理制度健全，对下属子公司管控力度较强，对水务经营领域的管理状况较好，整体管理水平较高。

## 七、公司经营

公司主要从事绍兴地区水务业务，因此地区水务行业发展情况对公司经营影响较大

### 1. 绍兴市水务发展情况

绍兴市地处浙东沿海，南依天台山，北濒杭州湾，按水系分为曹娥江、浦阳江和北部平原三大块。全市总面积8256平方公里，多年平均降水量1461毫米，多年平均水资源量62.2亿立方米，可用水资源量为29亿立方米。

绍兴市河网众多，水资源较为丰富，且水质优良，聚集了大量印染、化工和酿酒企业，受制于产业结构与水环境平衡发展的要求，绍兴市政府对水务建设的投入逐步加大，随着近几年的发展，绍兴市水务在同行业中已处于领先水平。

从绍兴市用水需求量来看，近五年日用水量增长较为平均，日用水量增长量每年基本维持在8~9万吨，2007年绍兴日用水量平均约为92万吨/日，其中35%为工业河道取水，其余65%为自来水，但目前绍兴市政府正逐步加强对水资源的管理，开始取消限制河道取水，因此未来自来水在用水结构中占比将有望进一步增大。

从绍兴市水务经营情况来看，尽管水务作为公用事业，公用性和垄断性较强，在一定程度上限制水务的市场化运作，但绍兴市水务经营的市场化程度相对较高，这主要体现在，

(1)经营主体公司化运作较早，绍兴市政府2000年成立了绍兴水务，并开始采取公司化运

营管理至今；

(2)水务经营专业化程度较高，绍兴水务作为绍兴市政府成立的专门从事水务的集团公司，水务业务细化程度较高，已形成原水销售、制水、自来水供应、污水收集、污水处理和排放等业务，并按业务划分交由下属相应的经营法人主体运营，并通过产业链的上中下游加强了内部的竞争机制。

(3)经营主体经营管理的自主权较高，绍兴水务收费方式与其他地区不同，主要采取经营主体自收自支的模式（其他地区仍主要采取财政收支两条线的方式），经营主体经营管理的自主权较高。

从绍兴市水价来看，绍兴市水价定价机制与其他地区一样，尚未市场化，仍采取政府定价的模式。近五年绍兴市无论自来水价还是污水处理费均有所提升，其中污水处理费与杭州市、温州市、宁波市相比较，这主要是由于地区产业结构中重污染企业占比较大，污水水质较差，污水处理成本相对较高所致，目前绍兴市对工业污水正逐步采用按水质定价收费，工业污水定价收费有利于污水处理收费的结构化调整。

自来水价格方面，与杭州市、温州市、宁波市相比目前绍兴市仍处于中等偏下水平，加之绍兴地区自来水水质较好，地区经济实力较强，水价存在一定上调空间，考虑到中国目前CPI居高不下，因此短期内自来水价格上调的可能性较小，但从长远看，自来水水价上调将成为必然趋势。

表6 绍兴自来水和污水与其他城市比较

| 绍兴自来水价格与其他城市比较 |           |           |           |           |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 城市             | 居民用水(元/吨) | 工业用水(元/吨) | 特种用水(元/吨) | 建筑用水(元/吨) |
| 杭州市            | 1.35      | 1.75      | 2.80/4.80 | 2.95      |
| 宁波市            | 1.65      | 2.50      | 9.00      | 9.00      |
| 绍兴市            | 1.60      | 2.10      | 4.00      | 4.00      |
| 温州市            | 1.60      | 2.15      | 4.50      | 4.50      |
| 绍兴市污水价格与其他城市比较 |           |           |           |           |
| 城市             | 居民用水(元/吨) | 工业用水(元/吨) | 特种用水(元/吨) | 建筑用水(元/吨) |
| 杭州市            | 0.50      | 1.20      | 1.20      | 1.20      |
| 宁波市            | 0.45      | 1.45      | 1.00      | 1.00      |
| 绍兴市            | 0.50      | 1.60      | 1.60      | 1.60      |
| 温州市            | 0.50      | 0.50      | 0.50      | 0.50      |

资料来源：公司提供

整体看,绍兴地区水务行业发展环境良好,但联合资信注意到,绍兴市地区经济产业中印染、化工、酿造等重污染企业占比较大,未来地区水务发展的进程对地区产业结构的稳定具有一定的影响,根据绍兴市“十一五”规划,水务将成为绍兴市重点发展的公用事业之一,公司作为从事水务经营和建设单位,未来发展空间较大。

## 2. 公司水务经营情况

目前公司主要从事水务,同时兼顾发展与水务相关的下游延伸产业。2005~2007 年水务业务收入占比不断提升,2007 年公司实现主营业务收入 170731.94 万元,其中水务收入占 73.45%。

### (1)水务

公司从事水务业务包括供水和排水,其中供水包括:原水销售、制水和自来水供应;排水包括:污水收集、污水处理和排放。情况如下表所示:

表7 公司水务业务概况

| 类别 | 业务明细    | 具体经营模式                         | 经营范围                | 承担业务对应的子公司 | 成立时间  | 注册资本(万元) | 公司持股比例% |
|----|---------|--------------------------------|---------------------|------------|-------|----------|---------|
| 供水 | 原水销售    | 通过水库蓄水向中游制水公司销售原水              | 绍兴市区,绍兴县,上虞县,2/3慈溪市 | 汤浦水库公司     | 1997年 | 38889    | 40.6    |
|    | 制水      | 净化原水向供水公司出售净水                  | 绍兴市区,绍兴县            | 绍兴制水公司     | 1998年 | 5000     | 100     |
|    | 自来水供应   | 通过城市供水管网向终端用户供应自来水             | 绍兴市区                | 绍兴市自来水公司   | 1984年 | 5400     | 100     |
| 排水 | 污水收集    | 收集本市污水,向终端用户收费                 | 绍兴市区                | 绍兴市排水公司    | 2001年 | 7055     | 100     |
|    | 污水处理和排放 | 处理各地收集的污水,向各地排水公司收费,并进行污水统一排放。 | 绍兴市区,绍兴县            | 绍兴水处理公司    | 2002年 | 12727    | 51      |

注:以上子公司全称依次为绍兴市汤浦水库有限公司、绍兴市制水有限公司、绍兴市自来水有限公司、绍兴市排水管理有限公司、绍兴市水处理发展有限公司

2005~2007 年,供水收入随着经营范围的扩大逐步增多,在水务收入中的占比逐步增大,但公司水务收入仍以排水收入为主导。2007 年公司实现水务收入 62703.06 万元,其中供水收入占 39.59%,排水收入占 60.41%。公司排水收入占比较大的原因主要为:一方面绍兴地区工业较为聚集,工业河道取水量较大,带来较多的工业污水;另一方面:绍兴市印染、酿造以及化工等类企业较多,对水的污染较为严重,因此为加强水环境治理,达到国家水排放标准,满足地区经济可持续和谐发展的要求,绍兴市污水处理收费标准逐步采取以流量计价为主,同时兼顾考虑排放污水的质量,即对部分重污染的企业依据其排放水质情况实行定价收费。

## 供水

### ① 上游——原水销售

水库原水业务经营模式主要是通过水库蓄水向中游制水公司销售原水。目前该业务由下属汤浦水库公司一家承担,该子公司拥有的汤浦水库,位于上虞市、绍兴县、嵊州市三县市交界处,于 1997 年 12 月,由绍兴市、绍兴县、上虞市三家政府合资共建,汤浦水库占地面积 55 平方公里,总库容 2.35 亿吨,设计日供水规模达 100 万吨,决算总投资 9.47 亿元,属国家大 II 型水库。

汤浦水库公司 2006 年 12 月经省国资委、与绍兴市政府同意,对所有资产重新进行评估,经绍兴天源事务所评估并经绍兴市国资委确认,汤浦水库评估增值 134695 万元。

### 原水供应尚未饱和 市外采购逐步扩大

从汤浦水库原水供应情况来看, 2005~2007 年汤浦水库日原水供应量虽逐年提升, 2007 年达到 64.03 万吨/日, 但距离 100 万吨/年核定产能尚存在一定空间。

从客户采购情况看, 2005~2007 年, 汤浦水库原水采购客户主要包括公司下属绍兴制水公司(承担绍兴市和绍兴县)、上虞制水公司和慈溪制水公司, 承担包括绍兴市、绍兴县、上虞和 2/3 慈溪市区域原水供应。从各地区原水采购量占比来看, 受 2007 年新增对慈溪市原水供应的影响, 2007 年绍兴制水公司采购量占比有所下降, 由 2005 和 2006 年 71.00%、70.80%下降至 2007 年 65.97%。(见下表)。

表 8 近三年汤浦水库原水供应量

| 年度     | 原水销售量(万吨/年) | 地区采购情况(万吨/年) |         |          |
|--------|-------------|--------------|---------|----------|
|        |             | 绍兴制水公司       | 上虞制水公司  | 慈溪自来水总公司 |
|        |             | 绍兴市区/绍兴县     | 上虞市     | 慈溪市      |
| 2005 年 | 18344.05    | 13025.78     | 5318.27 | /        |
| 2006 年 | 20990.11    | 14862.59     | 6127.54 | /        |
| 2007 年 | 23369.41    | 15416.43     | 6639.81 | 1313.18  |

资料来源: 公司提供

此外, 联合资信注意到, 绍兴地区产业发展已趋于稳定, 存在产业结构大幅度调整导致原水需求急速增长的可能性较小, 但江浙为缺水地区, 加之汤浦水库为饮用型水库, 水质较好, 因此未来汤浦水库原水供应量的增长将主要来源绍兴以外其他区域原水采购量的增加。

另外, 随着绍兴市应急备用水厂及配套管网一期工程竣工, 公司将新增一供水水源, 日原水供应量将增加至 160 万吨。

### 政府控制原水价格 原水价格短期内将保持稳定

原水销售价格由绍兴市物价局定价。2005~2007 年汤浦水库原水价格由 2005 年的 0.42 元/吨上调至 2006 年 9 月的 0.48 元/吨, 并维持目前。

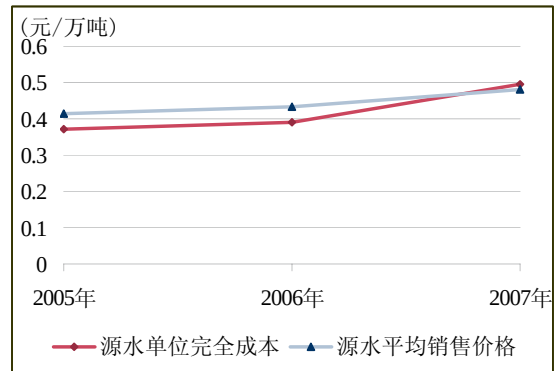
考虑到, 水务目前仍采取政府定价模式, 中

国目前 CPI 居高不下, 因此供水下游价格短期内上调可能性较小, 加之目前中游制水已趋于保本经营, 因此上游的原水价格在短期内将保持稳定。

### 折旧导致原水负盈利 水库投资补偿弥补亏损

从原水单位完全成本(完全成本=制造成本+期间费用)看, 原水单位完全成本主要包括水资源费、水资源保护基金、折旧、利息和管理费等, 其中折旧占比较大, 2005~2007 年在单位完全成本占比中均超过 50%以上。2005~2007 年原水完全成本逐年提升, 其中 2005 和 2006 年主要是水资源费开始提取和水资源保护基金上调导致 2006 年生产成本的上涨, 但由于原水平均销售价格也有相应提升, 因此对 2006 年的盈利影响不大; 2007 年原水完全成本提升较快, 主要是由于汤浦水库评估增值造成折旧费用进一步提升, 导致当年完全成本超过当年原水销售价格 0.48 元/吨, 达到 0.49 元/吨。

图 1 原水单位生产成本



资料来源: 公司提供, 注: 2006 年 10 月调整原水价格, 因此 2006 年平均原水销售价格按月权重进行计算。

此外, 联合资信注意到, 未参与汤浦水库建设的客户, 在购买原水时, 需根据取水年限, 额外一次性交纳水库建设投资补偿。根据汤浦水库公司与慈溪市自来水总公司的供水合同, 鉴于汤浦水库的原股东已为水库建设投入较大, 双方认为, 慈溪市自来水总公司应作适当补偿, 第一供水阶段的补偿费为 15330 万元, 可取水年限为 18 年, 平摊每年, 汤浦水库公司即每年拥有



851.67 万元的补贴收入,在一定程度上可弥补原水亏损。

## ② 中游——制水

目前公司制水业务由下属绍兴制水公司一

家承担,其经营模式是净化原水,向绍兴市和绍兴县提供净水。目前绍兴制水公司经营客户包括绍兴市自来水公司和绍兴县自来水公司。

表 9 公司经营模式及各经营环节情况

| 经营环节   | 供                 | 产                | 销           |          |          |
|--------|-------------------|------------------|-------------|----------|----------|
| 涉及经营内容 | 原水采购供应量<br>(万吨/年) | 净水生产能力<br>(万吨/年) | 净水销售量(万吨/年) |          |          |
|        | 汤浦水库公司            |                  | 绍兴市自来水公司    | 绍兴县自来水公司 | 合计       |
| 2005 年 | 18344.05          | 40*365 天=14600   | 5990.89     | 7372.22  | 13363.11 |
| 2006 年 | 20990.13          | 80*365 天=29200   | 6328.52     | 8395.34  | 14723.86 |
| 2007 年 | 22056.24          | 80*365 天=29200   | 6572.22     | 8759.51  | 15331.73 |

资料来源:公司提供

## 制水产能释放空间较大 供水范围有待扩大

从制水产能看,随着绍兴市和绍兴县自来水需求量的增多,绍兴制水公司于2004年在原供水一期的基础上进行小舜江供水二期工程——净水厂的建设,该工程为本期债项工程,已于2006年底正式投产,至此公司制水能力由原40万吨/年提升至80万吨/年。此外本期债项中绍兴市应急备用水厂及配套管网一期工程中配套建设的20万吨/日净水厂将进一步扩大公司制水产能,该项目建设后,公司制水产能合计将达到100万吨/日。

目前公司制水经营范围主要是绍兴市区和绍兴县,2005~2007年这两个地区自来水需求量已基本稳定,合计年净水销售量复合增长7.11%,其中绍兴市区制水销售量小于绍兴县净水销售量,这主要由于绍兴县产业较为集中所致。(见表9)

随着公司绍兴市城市化建设的加快,加之配套供水管网的逐步完善,公司制水经营范围也将逐步扩大。

## 产能扩大带动折旧费用增多 制水趋于保本经营

从制水业务盈利能力看,(1)净水单位完全成本方面,与原水业务不同的是,净水的生产成本较高,除采购原水费用以外,制水生产流程中电费、滤耗以及相关药剂等也成为影响生

产成本的主要因素。与原水业务相同的是,期间折旧费用较高。2005~2007年,净水单位完全成本逐年提高,主要是上游原水销售价格上调和产能扩大带动折旧费用增多所致。(2)净水销售价格方面,净水价格制定管理与原水相同,由绍兴市物价局定价,2005~2007年,净水价格两次提升,其中2006年受益于价格提升盈利空间有所增大,但2007年因小舜江供水二期工程——净水厂工程结转投产带动折旧费用提升,盈利能力下降较快。

表 10 制水盈利能力

| 年度     | 单位完全成本<br>(元/吨) | 销售价格<br>(元/吨) | 单位净利<br>(元/吨) |
|--------|-----------------|---------------|---------------|
| 2005 年 | 0.877           | 0.898         | 0.021         |
| 2006 年 | 0.915           | 0.939         | 0.024         |
| 2007 年 | 1.063           | 1.065         | 0.002         |

资料来源:公司提供

## ③ 下游——自来水供应

自来水供应由公司下属绍兴市自来水公司一家承担,主要负责绍兴市区内自来水终端销售和自来水管网维护。

## 工业河道取水严重 自来水以居民消费为主导

由于绍兴地区河道水资源丰富,加之绍兴地区河水水质较好,部分工业企业采用河道直接取水,因此在自来水用户中以居民用户为主,截至2007年底,绍兴市区自来水用户数量达到180894万户,其中居民用户数量为179001万户。



从自来水销售量来看,2005~2007年绍兴市区自来水用量增长较为平均,年增保持在500万吨左右,2007年达到6181.92万吨,其中居民用水占40%,为第一大消费群体。未来绍兴市政府将加大水资源的管理,严格控制河道取水,有利于加大工业对自来水的需求,提高绍兴市区自来水消费总量。

#### 中游制水价格上调导致自来水盈利下滑

2005~2007年自来水完全成本逐年提升,其中2007年单位完全成本提升较快,较2006年增加0.20元/吨,其原因一方面是中游净水售价提升,单位每吨增加0.13元,另一方面:主要是城市管网增多带来折旧费用的增多以及绍兴市高层建筑的不增多,因供水压力导致二次供水成本的增加。

2005~2007年,自来水价格提升了一次,针对是非居民自来水价的提升。从盈利情况看,2006年因自来水价的上涨,自来水每吨净利达到0.28元/吨,但2007年因自来水完全成本的快速上升,盈利空间缩小至0.11元/吨。

表 11 绍兴市自来水盈利情况

| 年度     | 自来水单位成本<br>(元/吨) | 自来水销售均价<br>(元/吨) | 自来水净利<br>(元/吨) |
|--------|------------------|------------------|----------------|
| 2005 年 | 1.73             | 1.85             | 0.12           |
| 2006 年 | 1.77             | 2.05             | 0.28           |
| 2007 年 | 1.97             | 2.08             | 0.11           |

注:自来水销售均价为根据不同用水群体用量,按比例权重进行均价

表 12 绍兴市自来水价格

| 年度     | 自来水价 (元/吨) |      |      |      |
|--------|------------|------|------|------|
|        | 居民         | 经营性  | 非经营性 | 特种用水 |
| 2005 年 | 1.60       | 1.85 | 2    | --   |
| 2006 年 | 1.60       | 2.10 | 2.30 | 4.00 |
| 2007 年 | 1.60       | 2.10 | 2.30 | 4.00 |

资料来源:公司提供

尽管2005~2007年自来水业务盈利能力有所下滑,但与原水、净水相比仍具有一定盈利空间,未来随着城市化进程加快,以及对水资源管理控制的加强,公司自来水盈利能力也将有所加强。

整体看,受折旧成本上涨,供水各环节水价上调的影响,2007年公司供水各环节盈利空间均有所缩小,其中原水销售和制水下降将快,主要因汤浦水库评估增值和小舜江供水二期工程一净水厂完工增大期间折旧费用所致。但由于公司供水产业链条完善,上下游成本消化能力较强,因此供水业务仍具有较好的盈利能力。2007年公司供水实现业务利润5187.35万元,占当年的水务实现利润的43.26%,实现业务利润率20.90%。(注,折旧作为制造费用已纳入公司主营业务成本,但营业、管理和财务费用尚未纳入,因此主营业务成本小于完全成本)

未来,随着本期债项工程的建成投产,在2007年的基础上,原水供应能力将新增60万吨,制水产能将新增20万吨,供水管网也有相应增加,供水固定资产的增大将继续增加折旧费用,但由于中国CPI居高不下,短期内下游自来水价上调可能性较小,加之供水各环节产能短期内释放有限,因此未来短期内供水盈利能力将有可能进一步下滑,但中长远发展前景看好。

#### 排水

公司排水包括污水收集、处理和排放三个环节,其经营是通过绍兴市排水公司进行污水收集并向终端收取污水处理费,再将收集的污水交由绍兴水处理公司进行处理,由绍兴水处理公司将处理后达标的污水实行统一排放。其中公司下属的绍兴市排水公司只负责承担绍兴市区的污水收集工作,而绍兴水处理公司除承担绍兴市区的污水处理还承担处理来自绍兴县收集的污水。

#### 污水来源双渠道 非居民排污占比大

从绍兴市区污水收集量看,2005~2007年逐年递增,2007年达到9032.15万吨,其中35%为通过河道取水形成的污水排放,其余为自来水形成的污水排放。从污水排放客户来看,非居民排污量占比较大,近三年均超过70%以上。

#### 污水收费双渠道 收费方式采用流量和水质相结合

从污水收费方式看,由于排放的污水来自

两个渠道，即包括自来水形成排放的污水，以及河道取水形成排放的污水。因此其收费方式：自来水排放的污水由绍兴市自来水公司代收，河道排污由绍兴市排水公司定期收取。

从污水价格看，2005~2007年污水处理收费价格未提升，但由于绍兴市印染、酿造以及化工等类企业较多，对水的污染较为严重，因此为满足国家水排放标准，以及地区经济可持续发展和谐发展的要求，绍兴市污水处理收费标准逐步采取以流量计价为主同时兼顾考虑排放污水水质，即对部分重污染的企业依据其污水排放COD指标另行定价收费。

表 13 绍兴市污水价格

| 年度     | 居民用水<br>(元/吨) | 工业用水<br>(元/吨) | 特种用水<br>(元/吨) | 建筑用水<br>(元/吨) |
|--------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 2005 年 | 0.50          | 1.60          | 1.60          | 1.60          |
| 2006 年 | 0.50          | 1.60          | 1.60          | 1.60          |
| 2007 年 | 0.50          | 1.60          | 1.60          | 1.60          |

资料来源：公司提供

### 污水处理产能趋于饱和 未来产能有望扩大

从污水处理能力看，2005~2007年，污水处理核定产能无变化，为60万吨/日，实际处理量基本接近核定产能，2007年达到57.78%，由于产能已趋于饱和，因此公司已开始动工绍兴市污水处理三期工程建设（本期债项），预计该工程将于2009年建成投产，项目投产后公司污水核定能力将提升至100万吨/日。

### 成本费用增大 排水盈利下滑

从排水盈利能力看，成本包括：污水处理+污水收集，其中污水收集完全成本主要为城市污水输送、管网维护和折旧费，污水处理完全成本即主要包括电费、药剂等生产成本，也包括设备厂房的折旧费和管理运营费。2007年公司排水盈利空间有所缩小，净利约为0.1元/吨，其原因，一方面城区非居民排污占比大，且排污质量逐步恶化，增大污水处理的生产成本，尽管绍兴市已逐步开始按排污水质定价收费，但由于目前正处于起步阶段，因此对生产

成本的弥补有限，另一方面，排水管网不断增多，但同期的污水处理能力已趋于饱和，折旧费用的增大无法通过提升产能进行消化。2007年公司实现排水利润6803.35万元，占同期水务业务利润的56.72%，实现业务利润率17.96%。

未来随着污水处理产能的扩大加之收费方式的进一步完善，该业务盈利能力有望加强。

整体看，2007年公司水务盈利能力下降较快，主要是供水盈利能力的下降，其原因是汤浦水库评估增值和小舜江供水二期工程一净水厂完工带来的折旧费用增多导致同期原水供应和制水盈利能力快速下降所致。

表14 水务整体盈利能力

| 项目   | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 |
|------|--------|--------|--------|
| 供水   | 39.35% | 41.81% | 20.90% |
| 排水   | 18.46% | 21.85% | 17.96% |
| 水务合计 | 25.93% | 28.68% | 19.12% |

资料来源：公司报表

未来随着公司水务产能的逐步释放，加之水务价格上调的必然趋势，公司水务盈利将逐步好转。

### (2)非水务

作为水务下游延伸产业，公司非水务业务主要包括水务工程施工和水务工程材料销售。近三年，非水务经营状况如下表所示。考虑到公司作为水务专营企业，未来还将着重水务业务的发展。

表15 公司非水务业务经营情况

| 项目(万元)  | 2005 年   | 2006 年   | 2007 年   |
|---------|----------|----------|----------|
| 工程施工    | 10252.49 | 14216.16 | 10243.87 |
| 工程材料销售  | 10574.83 | 8169.81  | 9759.49  |
| 业务利润指标% | 2005 年   | 2006 年   | 2007 年   |
| 工程施工    | 15.92    | 14.26    | 16.81    |
| 工程材料销售  | 12.04    | 17.20    | 10.72    |

资料来源：公司报表

总体看，公司作为水务专营的企业，主营业务突出，且经营的专业化程度较高，尽管公司自盈能力还有待提高，但整体经营状况较好。

## 八、公司财务分析

公司提供2005~2007年经汇德会计师事务所有限公司审计的全年合并报告，并出具标准无保留审计意见。

2005~2007年执行会计准则一致，合并范围基本无变化。

2006年绍兴市政府对公司新注入价值255102.18万元土地资产（土地用途：商住，土地面积合计：270261.07平方米），导致2005~2007年公司净资产规模、流动资产结构以及负债水平、债务负担、盈利能力以及短期支付能力等相关财务指标变化较大（见下表）。

截至2007年底，公司（合并）资产总额987854.88万元，所有者权益（不含少数股东权益）511150.86万元；2007年实现主营业务收入85365.99万元，净利润14344.78万元；经营活动产生的现金流量净额36138.28万元。

表16 土地资产对公司财务的影响

| (1) 主要涉及影响的财务科目 |           |           |           |        |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|--------|
| 项目(万元、%)        | 2005年     | 2006年     | 2007年     | 变动率    |
| 资产报表            |           |           |           |        |
| 存货              | 8579.04   | 261745.84 | 263575.97 | 454.29 |
| 流动资产            | 70150.88  | 337293.38 | 325902.76 | 115.54 |
| 负债所有者权益         |           |           |           |        |
| 资本公积            | 104125.51 | 422525.66 | 423398.19 | 101.65 |
| 所有者权益           | 162694.2  | 495933.54 | 511150.86 | 77.25  |
| (2) 对流动资产结构的影响  |           |           |           |        |
| 项目(万元)          | 2005年     | 2006年     | 2007年     | 平均值    |
| 货币资金            | 49.46     | 16.74     | 12.12     | 20.98  |
| 存货              | 12.23     | 77.60     | 80.88     | 66.16  |
| (3) 主要涉及影响的财务指标 |           |           |           |        |
| 项目(%)           | 2005年     | 2006年     | 2007年     | 平均值    |
| 资产负债率           | 61.03     | 35.38     | 35.76     | 40.70  |
| 全部债务资本化比率       | 53.43     | 28.91     | 28.38     | 33.55  |
| 长期债务资本化比率       | 47.78     | 24.41     | 23.19     | 28.48  |
| 流动比率            | 77.74     | 337.44    | 302.70    | 268.13 |
| 净资产收益率          | 9.40      | 2.99      | 2.81      | 4.18   |
| 总资本收益率          | 5.46      | 2.85      | 2.86      | 3.38   |

资料来源：公司报表。注非流动资产包括长期投资、固定资产及无形资产和其他。

以下分析主要以公司的合并报表为依据。

### 1. 资产

2005~2007年，公司资产总额年均复合增长36.19%，主要来自流动资产的增长。2005~2007年公司资产结构受土地注入的影响，流动资产

占比大幅提升，但固定资产仍占主导地位。

表17 资产结构占比

| 项目(%)   | 2005年 | 2006年 | 2007年 |
|---------|-------|-------|-------|
| 流动资产    | 13.17 | 35.41 | 32.99 |
| 长期投资    | 0.11  | 0.28  | 0.28  |
| 固定资产投资  | 86.66 | 64.28 | 66.70 |
| 无形资产和其他 | 0.05  | 0.03  | 0.03  |

资料来源：公司报表

2005~2007年，公司流动资产增长快速，年均复合增长115.54%，主要为记入在存货科目下土地资产的增长。2005~2007年公司流动资产的结构变化大，由2005年以货币资金为主转变为2006年和2007年以存货为主。截至2007年底，公司流动资产合计325902.76万元，占比5%以上科目包括存货占80.88%；货币资金占12.12%。公司流动资产中现金类资产占比不足。

2005~2007年，受投资活动流出的加快，公司货币资金有所波动，但年均复合增幅不大。截至2007年底，公司货币资金余额为39508.76万元。

截至2007年底，公司存货合计263575.97万元，其中土地储备合计255102.18万元，根据绍政发[2005]47号文规定授予本公司土地收储开发职能，2006年根据绍市府办抄第229号文批复，将公司控股子公司绍兴市国际物流中心有限公司所处的70061平方米国有土地使用权、绍兴市自来水有限公司所处的63866.07平方米国有土地使用权、市九里蚕场136334平方米国有土地使用权全部划归公司作为国有资本注入，以上土地用途为商住用地，土地变现能力较强。

2005~2007年，公司固定资产相对于公司资产增长缓慢，年均复合增长19.48%；三年固定资产结构有所波动，但主要以固定资产净额为主。

2005~2007年公司固定资产原值年均复合增长27.10%，其中2006年较2005年增长主要来自汤浦水库的评估增值（注2006年底水库评估增值，折旧自2007年开始计提）；2007年较

2006 年的增长主要是小舜江供水二期一净水厂工程。由于近三年固定资产的增加，同期折旧费用也有所增加，这也正是导致水务业务利润空间缩小的主要原因之一。

表18 固定资产增长情况

| 项目(万元) | 2005 年    | 2006 年    | 2007 年    | 变动率%  |
|--------|-----------|-----------|-----------|-------|
| 固定资产原值 | 326915.32 | 509864.54 | 528092.98 | 27.10 |
| 折旧     | 20692.35  | 21629.73  | 26661.95  | 13.51 |
| 累计折旧   | 58576.62  | 79733.24  | 105882.61 | 34.45 |
| 固定资产净额 | 268338.69 | 430131.30 | 422210.36 | 25.44 |

资料来源：公司报表

2005~2007 年公司固定资产原值以房屋建筑物、机器设备和管网为主，截至 2007 年底公司固定资产原值 528092.98 万元，固定资产累计折旧 105882.61 万元，成新率 79.95%。

2005~2007 年在建工程以本期债项部分工程为主。截至 2007 年底，公司在建工程合计 236699.44 万元。

整体看，2006 年新注入的土地资产对 2005~2007 年公司流动资产结构影响较大。目前公司资产中固定资产占比大，资产流动性一般。

## 2. 负债构成及负债水平

2005~2007 年，受 2006 年注入土地资产和汤浦水库评估增值的双重影响，公司所有者权益增长快速，年均复合增长 77.25%。截至 2007 年底，公司所有者权益合计 511150.86 万元，以资本公积（占 82.83%）为主。截至 2007 年底，公司资本公积合计 423398.19 万元，包括拨款转入和股权投资准备两类资产：其中划拨转入以 2006 年划拨的土地资产为主；股权投资准备以绍兴市财政对公司下属河道综合整治投资开发有限公司拨款形成 75186.22 万元的资本公积金和汤浦水库清产核资增值按 40.6%的股权比例享有 56853.52 万元资产增值为主。考虑到土地在资本公积中占比较大，其价格易受市场供求影响，但根据绍兴市人民政府办公室绍兴市府办抄第 398 号，绍兴市政府承诺在处置

以上土地使用权时，如低于账面价值将给予补足，因此公司所有者权益的稳定性较好。

2005~2007 年，公司负债总额年均复合增长 4.26%，相对资产增长缓慢。2005~2007 年公司负债结构变化不大，以长期负债占比为主。2007 年底，公司负债合计 353301.61 万元，其中流动负债占 30.47%，长期负债占 69.53%。公司债务结构符合公司经营特点。

2005~2007 年，公司流动负债年均复合增长 9.23%，快于同期负债增长幅度，主要来自短期有息债务的增长，2007 年底，公司流动负债合计 107663.79 万元。

2005~2007 年，流动负债结构以有息债务为主，截至 2007 年底，短期债务（短期借款+应付票据+一年内到期长期负债）合计 59824.27 万元，占流动负债 55.57%；非有息债务以应付账款和其他应付款为主。

2005~2007 年，公司短期债务年均复合增长 11.33%，主要来自短期借款的增长。短期债务结构以短期借款和一年内到期长期负债为主。

2005~2007 年，公司非有息债务年均复合增长 6.76%，主要来自其他应付款的增长。截至 2007 年底，公司其他应付款合计 29875.79 万元，主要是暂借政府往来款 1 亿元，工程投标保证金 5890 万，工程建设拨款或应付工程款 6100 万，计提的职工保险及以前工效挂钩工资结余 1900 万和计提的水资源保护基金 1100 万等。

2005~2007 年，公司长期负债年均复合增长 2.29%，2007 年底公司长期负债合计 245637.82 万元，其中 191618.50 万元为长期借款、51574.49 万元为长期应付款，（主要包括 3 亿元河道建设财政拨款和 1.28 亿元慈溪市自来水总公司交纳汤浦水库投资补偿款）、2444.82 万元为专项应付款。



表 19 公司负债情况

| 指标(%)     | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 加权<br>平均值 |
|-----------|--------|--------|--------|-----------|
| 资产负债率     | 61.03  | 35.38  | 35.76  | 40.70     |
| 全部债务资本化比率 | 53.43  | 28.91  | 28.38  | 33.55     |
| 长期债务资本化比率 | 47.78  | 24.41  | 23.19  | 28.48     |

资料来源：公司报表

2005~2007年，由于2006年土地资产的注入，2006公司债务水平和债务负担指标快速下降，公司整体债务水平低，债务负担轻。预计本期15亿元公司债券发行成功后（不考虑置换其他债务等因素），公司资产负债比率和全部债务资本化比率将分别上升至44.23%和38.75%，但仍处于较低水平。

### 3. 盈利能力分析

从公司主营业务收入看，2005~2007 年公司主营业务收入增长平稳，年均复合增长9.96%，主要来自水务业务的增长。从主营业务收入结构看，2005~2007 年水务业务收入占比均超过65%。2007 年公司实现主营业务收入85365.99 万元，其中 62703.06 万元为水务实现的收入。

表 20 公司主营业务收入情况

| 项目(万元) | 2005 年   | 2006 年   | 2007 年   | 变动率%  |
|--------|----------|----------|----------|-------|
| 水务合计   | 49158.29 | 59552.43 | 62703.06 | 12.94 |
| 非水务业务  | 21445.47 | 24108.18 | 22662.91 | 2.80  |
| 主营业务收入 | 70603.76 | 83660.61 | 85365.97 | 9.96  |

资料来源：公司报表

从主营业务盈利能力看，2005~2007年公司主营业务利润率有所波动，其中2006年主营业务利润率最高，主要是由于当年自来水价格上涨带来利润的增多，但2007年主营业务利润率下降较快，主要是汤浦水库评估增值以及小舜江二期工程一净水厂结算导致折旧费用大幅增加所致。截至2007年底，公司主营业务利润率为19.41%。

从公司整体盈利看：近三年由于公司在建工程增长带来的债务增多，加之贷款利率的上调，公司财务费用逐年增长，伴随近三年公司主营业务盈利能力的下降，2007年公司营业利润呈现亏损。

表 21 公司主营成本及盈利情况

| 项目(万元)  | 2005 年   | 2006 年   | 2007 年   | 变动率%  |
|---------|----------|----------|----------|-------|
| 折旧      | 20692.35 | 21629.73 | 26661.95 | 13.51 |
| 主营业务成本  | 53726.49 | 61562.49 | 68797.61 | 13.16 |
| 指标(%)   | 2005 年   | 2006 年   | 2007 年   | 平均值   |
| 主营业务利润率 | 23.90    | 25.82    | 19.41    | 22.23 |
| 其中：水务业务 | 25.93    | 27.84    | 19.12    | 23.10 |
| 非水务业务   | 19.27    | 20.81    | 20.20    | 20.20 |

资料来源：公司报表

公司营业以外收入方面，2005~2007年公司营业以外收入主要来源补贴收入，其构成主要包括市财政给予河道整治补贴以及慈溪市自来水总公司给予水库投资补偿。从补贴收入稳定看，由于公司目前补贴多为阶段性项目建设补偿款，因此公司补贴收入不具有延续性和稳定性。但根据绍政函[2008]9 号文件，自 2008 年起绍兴市政府承诺每年给予公司不低于 2 亿元的财政补贴，主要作为运营补助，因此该项补贴收入对公司未来盈利支撑较强。

表 22 公司利润情况

| 项目(万元) | 2005 年   | 2006 年   | 2007 年   |
|--------|----------|----------|----------|
| 营业利润   | 2469.10  | 5337.71  | -1753.21 |
| 补贴收入   | 14371.90 | 13208.35 | 16255.48 |
| 净利润    | 15287.19 | 14839.20 | 14344.78 |
| 指标(%)  | 2005 年   | 2006 年   | 2007 年   |
| 总资产收益率 | 5.46     | 2.85     | 2.86     |
| 净资产收益率 | 9.40     | 2.99     | 2.81     |

资料来源：公司报表

整体看，公司主营业务收入规模较大且增长较快，但随着公司水务固定资产的增大，折旧费用的提高造成公司主营业务盈利能力下降，加之期间因在建工程的增多带来债务的增加导致财务费用的增长，公司营业形成负盈利，补贴收入成为公司实现净利润的支撑收入，因此公司整体盈利能力易受补贴收入拨付情况的影响。

### 4. 现金流分析

经营活动方面：2005~2007年，公司经营活动现金流入年均复合增长12.21%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金年均复合增长3.91%，但2007年售商品、提供劳务收到的现金较2006年有所减少导致现金收入质量有所下



降，其原因是因为排水业务中绍兴县污水处理费欠款增加所致。2005~2007年，收到其他与经营活动有关的现金年均复合增长83.13%，其中2007年增长较快，较2006年增加17427.462万元，主要是2007年收到部分河道建设财政拨款。2005~2007年经营活动现金流出略快于流入速度，导致近三年经营活动现金净收入量增长缓慢，三年年均复合增长4.22%。

投资活动方面，2005~2007年公司投资活动全部为净流出，且净流出规模相对公司经营活动净流入规模较大，导致2005~2007年筹资活动前现金为净流出，其中2007年净流出规模较大，达到-31577.68万元，公司对外筹资压力大。

筹资活动方面，2005~2007年公司筹资活动资金流入以地方财政的权益投资、水库建设补偿款和银行借款为主。筹资活动的资金流出以偿还银行贷款本息为主。

表 23 公司现金流情况

| 项 目(万元)     | 2005 年    | 2006 年    | 2007 年    |
|-------------|-----------|-----------|-----------|
| 经营活动现金流入    | 86172.83  | 96752.37  | 108502.42 |
| 经营活动现金流出    | 52902.10  | 60355.08  | 72364.14  |
| 经营活动现金净流量   | 33270.74  | 36397.28  | 36138.28  |
| 投资活动现金流入    | 1017.54   | 1288.07   | 358.50    |
| 投资活动现金流出    | 45070.20  | 45619.21  | 68074.46  |
| 投资活动现金净流量   | -44052.65 | -44331.15 | -67715.96 |
| 筹资活动前现金净流量  | -10781.91 | -7933.87  | -31577.68 |
| 筹资活动现金流入    | 55576.14  | 81524.88  | 77708.70  |
| 筹资活动现金流出    | 33922.68  | 51815.04  | 63094.98  |
| 筹资活动现金净流量   | 21653.46  | 29709.84  | 14613.72  |
| 现金及现金等价物增加额 | 10871.55  | 21775.98  | -16963.95 |

资料来源：公司报表

## 5. 偿债能力分析

从短期偿债能力看，2005~2007年公司流动比率指标波动较大，一方面因土地资产的注入导致2006年、2007年流动资产快速上涨，使得该两年流动比率较2005年快速上升；另一方面因2007年短期流动负债有所增加，但同期流动资产相反有所下降，导致2007年与2006年相比流动比率指标有所下降。从速动指标来看，2005~2007年也有所波动，但整体指标不高，三年指标平均值为65.27%，其中2007年指标最低，仅为57.89%。

从短期偿债压力看，2005~2007年公司短期债务逐年增多，截至2007年底，公司短期债务合计59824.27万元，但考虑到公司从事水务的经营活动现金流稳定性和规模性较好，2007年公司经营活动现金流入108502.42万元，其中销售商品、提供劳务收到的现金85671.32万元，分别是短期债务的1.81倍、1.43倍。

整体看，2005~2007年公司短期偿债压力有所提升，但公司短期偿债能力尚可。

从长期支付能力看，2005~2007年在折旧费用和利息支出的增加双重因素的影响下，公司EBITDA规模不断增加，2007年达到52041.97万元，其中折旧占51.23%。

2005~2007年，尽管EBITDA不断增长，但增长幅度慢于同期利息支出的增长幅度，导致近三年EBITDA对利息保护能力有所下降。从全部债务/EBITDA指标看，2005~2007年指标有所下降，2007年为4.83倍，从公司债务结构来看，偏重长期负债。此外，考虑到公司本期企业债作为未来主要新增债务，偿债实际由地方财政承担，因此，公司整体偿债能力基本正常。

表 24 公司偿债指标

| 指 标            | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 流动比率(%)        | 77.74  | 337.44 | 302.70 |
| 速动比率(%)        | 68.23  | 75.58  | 57.89  |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 4.98   | 4.73   | 4.73   |
| 全部债务/EBITDA    | 5.29   | 5.41   | 4.83   |
| EBITDA/本期发债额度  | 0.30   | 0.31   | 0.35   |

资料来源：公司报表

截至2008年4月底，公司共获得各商业银行累计授信总额28.88亿元，未使用额度1.3亿元，主要为项目授信。整体看，公司间接融合渠道畅通。

截至2007年底，公司对外担保余额为139910万元，主要为绍兴市城市建设发展有限公司、绍兴县水务集团有限公司和绍兴市天然投资有限公司，由于以上被担保方均为国有企业，因此代偿风险不大。

## 九、债权保护条款分析

本期债券保护采用“第三方担保+政府偿债承诺”的模式。

### 第三方担保

#### 1. 担保条款

根据公司与中投保签订的担保协议书和中投保出具的担保函，中投保为本次债券的金融担保机构\*，为公司本次发行的 15 亿元公司债券的还本付息提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保。

#### 2. 担保人概况

中投保前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于 1993 年 12 月 4 日在中国工商行政管理局注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，初始注册资本金 50000 万元，2000 年公司注册资本增至 66450 万元。2006 年，经国务院批准，中投保整体并入国家开发投资公司，注册资本增至 300000 万元，其中国家开发银行实际提供资本金 233550 万元。

中投保经营范围：投资担保；担保及担保的评审、培训、策划、咨询服务；实业项目的投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；新技术、新产品的开发、生产和产品销售；技术成果及展览；仓储服务；组织、主办会议及交流活动等。

目前，中投保内设办公室、计划财务部、审计办公室、人力资源部等管理部门以及担保业务管理中心、研究开发管理中心、投资与资产管理中心、咨询与法律管理中心等 4 个管理中心。公司在上海与大连共设立了 3 家分公司。

截至 2007 年 10 月末，中投保资产总额 416542.69 万元，负债总额 69869.43 万元，所

有者权益 346503.18 万元，净资本 305566.38 万元。2007 年 1~10 月，中投保实现主营业务收入 10050.78 万元，投资收益 31865.85 万元，利润总额 29490.45 万元。期末，中投保在保余额 931000 万元(包括政策性担保业务)，担保责任余额 650000 万元。

联合资信对中投保 2008 年评定的主体长期信用级别为 AA。(评级简报见附件)

#### 3. 担保人担保能力

经联合资信测算，中投保在为绍兴水务 15 亿元公司债券提供担保后，其资本覆盖率仍在可控范围之内，因此本期担保将不对中投保目前的信用等级产生影响。

中投保对本期债券的担保可以更好地保证本期债券本息的偿还，鉴于担保方中投保主体长期信用级别高于公司主体长期信用级别，本次担保对本期债券信用水平具有实际提升作用。

### 政府偿债承诺

#### 1. 政府偿债依据

根据绍政函[2008]9号文，绍兴市政府经绍兴市人大批准，为本期债券建立偿债基金，并承诺每年从财政预算内收入中拨入该基金的资金不低于4亿元，并在债券兑付本息日前10个工作日内，将相应的资金从偿债基金里拨入公司偿债专户。

#### 2. 政府偿债能力

2005~2007年绍兴地区经济实力不断增强，近三年GDP年均复合增长16.71%，2007年达到1971亿元，财政合并收入年均复合增长26.65%，2007年为122.12亿元，主要为税收收入，收入质量和稳定性较好，近三年地区财政收入对本期债券的覆盖倍数分别5.08倍、6.30倍、8.14倍。

地方财政收入对本期债券的覆盖程度较好，联合资信也注意到，绍兴地区固定资产投资规模较大，2005~2007年地方固定资产投资

\* 金融担保机构是指为债券、金融衍生产品、结构化融资工具等资本市场金融产品提供增信服务的专业担保公司。

规模分别为 676 亿元、766 亿元和 843 亿元，分别是当期地方财政合并收入 8.88 倍、8.10 倍和 6.90 倍。因此，对外融资能力和融资资金落实情况对地区财政支出存在一定影响，也同时影响到地方财政对本期债券偿还能力。

整体看，绍兴市政府具备对本期债券的偿还能力，但未来绍兴区域经济发展情况、固定资产投资规模、融资情况等对绍兴市政府偿债能力存在一定影响，考虑到市政府的资源垄断优势（例如土地资源，可通过出让土地获得预算外财政收入），加之市政府针对本期债券偿还机制设置较好，即设立偿债基金，实行按年拨付，有利于确保公司对本期债券如期兑付。

总体看，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

预算内收入中逐年提取，用于保证本期债券按期还本付息。联合资信认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

## 十、综合评价

绍兴区域经济和水务行业环境发展良好，但绍兴市地区经济产业中印染、化工、酿造等重污染企业占比较大，未来地区水务发展的进程对地区产业结构的稳定具有一定的影响，因此水务将成为绍兴未来几年重点发展的公用事业，为公司发展提供广阔的空间。

公司业务以绍兴城市水务规划、建设、运营和管理为主，即水务业务包括原水销售、制水、自来水供应、污水收集、污水处理和排放，是绍兴市水资源建设和经营领域的主要力量，在绍兴市辖区范围内公司得到了地方政府的大力支持，具有地域垄断优势。

目前公司资产中固定资产占比大，资产流动性一般。公司自身盈利能力不强，主要依靠财政补贴。公司负债水平较低，债务负担较轻，未来随着投资建设的加大，公司负债水平和债务负担将随之有所增加，但仍维持在较低水平。

本期债券由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保可以更好地保证本期债券本息的偿还。同时绍兴市政府经绍兴市人大批准，为本期债券设立偿债基金，从财政

## 附件 1-1 2005~2007 年资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

| 项 目          | 2005 年    | 2006 年    | 2007 年    | 变动率 (%) |
|--------------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 流动资产         |           |           |           |         |
| 货币资金         | 34696.73  | 56472.71  | 39508.76  | 6.71    |
| 短期投资         |           |           |           |         |
| 应收票据         | 440.00    | 1086.00   | 1100.00   | 58.11   |
| 应收股利         | 57.94     | 57.94     | 57.94     | 0.00    |
| 应收利息         |           |           |           |         |
| 应收账款         | 4009.53   | 4458.96   | 9854.18   | 56.77   |
| 其他应收款        | 17291.67  | 7381.68   | 9336.64   | -26.52  |
| 预付账款         | 5040.01   | 6076.41   | 2356.97   | -31.61  |
| 应收补贴款        |           |           |           |         |
| 存货           | 8579.04   | 261745.84 | 263575.97 | 454.29  |
| 待摊费用         | 35.96     | 13.85     | 112.30    | 76.71   |
| 一年内到期的长期债权投资 |           |           |           |         |
| 其他流动资产       |           |           |           |         |
| 流动资产合计       | 70150.88  | 337293.38 | 325902.76 | 115.54  |
| 长期投资         |           |           |           |         |
| 长期股权投资       | 611.20    | 2619.61   | 2781.02   | 113.31  |
| 长期债权投资       |           |           |           |         |
| 长期投资合计       | 611.20    | 2619.61   | 2781.02   | 113.31  |
| 合并差价         |           |           |           |         |
| 固定资产         |           |           |           |         |
| 固定资产原价       | 326915.32 | 509864.54 | 528092.98 | 27.10   |
| 减：累计折旧       | 58576.62  | 79733.24  | 105882.61 | 34.45   |
| 固定资产净值       | 268338.69 | 430131.30 | 422210.36 | 25.44   |
| 减：固定资产减值准备   |           |           |           |         |
| 固定资产净额       | 268338.69 | 430131.30 | 422210.36 | 25.44   |
| 工程物资         |           |           |           |         |
| 在建工程         | 193204.35 | 182148.27 | 236699.44 | 10.69   |
| 固定资产清理       |           |           |           |         |
| 固定资产合计       | 461543.05 | 612279.57 | 658909.80 | 19.48   |
| 无形资产及其他资产    |           |           |           |         |
| 无形资产         | 281.25    | 298.59    | 261.30    | -3.61   |
| 长期待摊费用       |           |           |           |         |
| 其他长期资产       |           |           |           |         |
| 无形资产及其他资产合计  | 281.25    | 298.59    | 261.30    | -3.61   |
| 递延税项         |           |           |           |         |
| 递延税款借项       |           |           |           |         |
| 资产总计         | 532586.37 | 952491.15 | 987854.88 | 36.19   |



## 附件 1-2 2005~2007 年资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

| 项 目        | 2005 年    | 2006 年    | 2007 年    | 变动率 (%) |
|------------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 流动负债       |           |           |           |         |
| 短期借款       | 15450.00  | 18400.00  | 24150.00  | 25.02   |
| 应付票据       | 1768.00   | 2600.38   | 2470.00   | 18.20   |
| 应付账款       | 11236.92  | 10505.43  | 13323.44  | 8.89    |
| 预收账款       | 6159.78   | 4660.42   | 4711.18   | -12.55  |
| 应付工资       | 827.99    | 353.75    | 448.88    | -26.37  |
| 应付福利费      | 897.95    | 1111.07   | 1132.23   | 12.29   |
| 应付股利       |           |           |           |         |
| 应交税金       | 1776.06   | 1360.89   | -3456.09  |         |
| 其他应付款      | 14.13     | 20.59     | 91.41     | 154.31  |
| 其他应付款      | 19187.91  | 28467.39  | 29875.79  | 24.78   |
| 预提费用       | 1869.71   | 1976.89   | 1712.67   | -4.29   |
| 预计负债       |           |           |           |         |
| 一年内到期的长期负债 | 31050.00  | 30500.00  | 33204.27  | 3.41    |
| 其他流动负债     |           |           |           |         |
| 流动负债合计     | 90238.45  | 99956.82  | 107663.79 | 9.23    |
| 长期负债       |           |           |           |         |
| 长期借款       | 189885.54 | 198799.05 | 191618.50 | 0.46    |
| 应付债券       |           |           |           |         |
| 长期应付款      | 43148.18  | 35509.17  | 51574.49  | 9.33    |
| 专项应付款      | 1751.27   | 2703.78   | 2444.82   | 18.15   |
| 其他长期负债     |           |           |           |         |
| 长期负债合计     | 234784.99 | 237011.99 | 245637.82 | 2.29    |
| 递延税项       |           |           |           |         |
| 递延税款贷项     |           |           |           |         |
| 负债合计       | 325023.45 | 336968.81 | 353301.61 | 4.26    |
| 少数股东权益     | 44868.73  | 119588.80 | 123402.41 | 65.84   |
| 股东权        |           |           |           |         |
| 股本         | 47900.00  | 47900.00  | 47900.00  |         |
| 减：已归还投资    |           |           |           |         |
| 股本净额       | 47900.00  | 47900.00  | 47900.00  |         |
| 资本公积       | 104125.51 | 422525.66 | 423398.19 | 101.65  |
| 盈余公积       | 2059.11   | 2287.74   | 2525.53   | 10.75   |
| 其中：法定公益金   | 686.37    |           |           |         |
| 未分配利润      | 8609.58   | 23220.14  | 37327.13  | 108.22  |
| 股东权益合计     | 162694.20 | 495933.54 | 511150.86 | 77.25   |
| 负债和股东权益总计  | 532586.37 | 952491.15 | 987854.88 | 36.19   |

## 附件 2 2005 年～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  | 70603.76 | 83660.59 | 85365.99 | 9.96    |
| 减：主营业务成本  | 53726.49 | 61562.49 | 68797.61 | 13.16   |
| 主营业务税金及附加 | 364.47   | 657.13   | 1349.12  | 92.39   |
| 二、主营业务利润  | 16512.80 | 21440.98 | 15219.26 | -4.00   |
| 加：其他业务利润  | 1617.72  | 1715.27  | 1977.38  | 10.56   |
| 减：营业费用    | 207.29   | 246.50   | 275.08   | 15.20   |
| 管理费用      | 7204.95  | 8113.67  | 8457.67  | 8.35    |
| 财务费用      | 8249.17  | 9458.36  | 10217.09 | 11.29   |
| 三、营业利润    | 2469.10  | 5337.71  | -1753.21 |         |
| 加：投资收益    | 20.51    | 63.55    | 78.59    | 95.76   |
| 补贴收入      | 14371.90 | 13208.35 | 16255.48 | 6.35    |
| 营业外收入     | 71.74    | 85.62    | 628.53   | 195.99  |
| 减：营业外支出   | 115.87   | 483.27   | 211.21   | 35.01   |
| 四、利润总额    | 16817.39 | 18211.96 | 14998.18 | -5.56   |
| 减：所得税     | 1290.73  | 1403.59  | 1300.62  | 0.38    |
| 少数股东损益    | 239.47   | 1969.18  | -647.22  |         |
| 五、净利润     | 15287.19 | 14839.20 | 14344.78 | -3.13   |

### 附件 3-1 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             | 79344.33  | 91373.04  | 85671.32  | 3.91   |
| 收到的税费返还                    | 41.43     | 46.11     | 70.43     | 30.38  |
| 收到的其他与经营活动有关的现金            | 6787.07   | 5333.22   | 22760.68  | 83.13  |
| 现金流入小计                     | 86172.83  | 96752.37  | 108502.42 | 12.21  |
| 购买商品、接受劳务支付的现金             | 37548.92  | 42164.15  | 45896.84  | 10.56  |
| 支付给职工以及为职工支付的现金            | 5361.03   | 5752.35   | 7744.63   | 20.19  |
| 支付的各项税费                    | 2393.13   | 3957.83   | 9235.07   | 96.44  |
| 支付的其他与经营活动有关的现金            | 7599.03   | 8480.75   | 9487.60   | 11.74  |
| 现金流出小计                     | 52902.10  | 60355.08  | 72364.14  | 16.96  |
| 经营活动产生的现金流量净额              | 33270.74  | 36397.28  | 36138.28  | 4.22   |
| 二、投资活动产生的现金流量              |           |           |           |        |
| 收回投资所收到的现金                 | 87.82     | 19.66     | 5.19      | -75.68 |
| 取得投资收益所收到的现金               |           |           |           |        |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额 | 132.79    | 36.50     | 0.21      | -96.02 |
| 收到的其他与投资活动有关的现金            | 796.94    | 1231.90   | 336.97    | -34.97 |
| 现金流入小计                     | 1017.54   | 1288.07   | 358.50    | -40.64 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金   | 45030.20  | 43294.01  | 67905.41  | 22.80  |
| 投资所支付的现金                   | 40.00     | 2325.21   | 169.05    | 105.58 |
| 支付的其他与投资活动有关的现金            |           |           |           |        |
| 现金流出小计                     | 45070.20  | 45619.21  | 68074.46  | 22.90  |
| 投资活动产生的现金流量净额              | -44052.65 | -44331.15 | -67715.96 | 23.98  |
| 三、筹资活动产生的现金流量              |           |           |           |        |
| 吸收投资所收到的现金                 |           |           | 4874.00   |        |
| 借款所收到的现金                   | 46109.09  | 52450.00  | 53450.00  | 7.67   |
| 收到的其他与筹资活动有关的现金            | 9467.05   | 29074.88  | 19384.70  | 43.09  |
| 现金流入小计                     | 55576.14  | 81524.88  | 77708.70  | 18.25  |
| 偿还债务所支付的现金                 | 24827.27  | 42022.73  | 52176.27  | 44.97  |
| 分配股利、利润或偿付利息所支付的现金         | 9095.40   | 9792.31   | 10918.71  | 9.57   |
| 支付的其他与筹资活动有关的现金            |           |           |           |        |
| 现金流出小计                     | 33922.68  | 51815.04  | 63094.98  | 36.38  |
| 筹资活动产生的现金流量净额              | 21653.46  | 29709.84  | 14613.72  | -17.85 |
| 四、汇率变动对现金的影响               |           |           |           |        |
| 五、现金及现金等价物净增加额             | 10871.55  | 21775.98  | -16963.95 |        |

### 附件 3-2 2005 年~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                      |           |           |           |         |
| 债务转为资本                       |           |           |           |         |
| 一年内到期的可转换公司债券                |           |           |           |         |
| 融资租赁固定资产                     |           |           |           |         |
| 二、将净利润调节为经营活动的现金流量           |           |           |           |         |
| 净利润                          | 15287.19  | 14839.20  | 14344.78  | -3.13   |
| 加: 少数股东损益                    | 239.47    | 1969.18   | -647.22   |         |
| 计提的资产减值准备                    | -36.86    | -47.54    | 36.94     |         |
| 固定资产折旧                       | 20692.35  | 21629.73  | 26661.95  | 13.51   |
| 无形资产摊销                       | 22.31     | 39.01     | 33.11     | 21.82   |
| 长期待摊费用摊销                     |           |           |           |         |
| 待摊费用的减少(减: 增加)               | -28.63    | 22.12     | -98.45    | 85.43   |
| 预提费用的增加(减: 减少)               | 1869.71   | 107.18    | -264.22   |         |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减: 收益) | 4.86      | 291.49    | 17.65     | 90.55   |
| 固定资产报废损失                     |           |           |           |         |
| 财务费用                         | 8298.47   | 9446.64   | 10581.74  | 12.92   |
| 投资损失(减: 收益)                  | -20.51    | -63.55    | -78.59    | 95.76   |
| 递延税款贷项(减: 借项)                |           |           |           |         |
| 存货的减少(减: 增加)                 | -4400.77  | 1937.96   | -1830.13  | -35.51  |
| 经营性应收项目的减少(减: 增加)            | 5855.98   | 7708.87   | -7364.18  |         |
| 经营性应付项目的增加(减: 减少)            | -14512.83 | -21483.00 | -5255.09  | -39.83  |
| 本期未确认的投资损失                   |           |           |           |         |
| 其他                           |           |           |           |         |
| 经营活动产生的现金流量净额                | 33270.74  | 36397.28  | 36138.28  | 4.22    |
| 2、不涉及现金收支的投资和筹资活动            |           |           |           |         |
| 债务转为资本                       |           |           |           |         |
| 一年内到期的可转换公司债券                |           |           |           |         |
| 融资租入固定资产                     |           |           |           |         |
| 3、现金及现金等价物净增加情况              |           |           |           |         |
| 现金的期末余额                      | 34696.73  | 56472.71  | 39508.76  | 6.71    |
| 减: 现金的期初余额                   | 23825.19  | 34696.73  | 56472.71  | 53.96   |
| 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                 | 10871.55  | 21775.98  | -16963.95 |         |

## 附件 4 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)       | 331.45 | 504.86 | 550.19 | 492.85 |
| 存货周转次数(次)         | 626.25 | 45.55  | 26.19  | 152.01 |
| 总资产周转次数(次)        | 0.07   | 0.09   | 0.14   | 0.11   |
| 盈利能力              |        |        |        |        |
| 主营业务利润率(%)        | 23.39  | 25.63  | 17.83  | 21.28  |
| 总资本收益率(%)         | 5.46   | 2.85   | 2.86   | 3.38   |
| 净资产收益率(%)         | 9.40   | 2.99   | 2.81   | 4.18   |
| 现金收入比率(%)         | 112.38 | 109.22 | 100.36 | 105.42 |
| 财务构成              |        |        |        |        |
| 资产负债率(%)          | 61.03  | 35.38  | 35.76  | 40.70  |
| 全部债务资本化比率(%)      | 53.43  | 28.91  | 28.38  | 33.55  |
| 长期债务资本化比率(%)      | 47.78  | 24.41  | 23.19  | 28.48  |
| 偿债能力              |        |        |        |        |
| 流动比率(%)           | 77.74  | 337.44 | 302.70 | 268.13 |
| 速动比率(%)           | 68.23  | 75.58  | 57.89  | 65.27  |
| EBITDA 利息倍数(倍)    | 4.98   | 4.73   | 4.73   | 4.78   |
| 全部债务/EBITDA (倍)   | 5.29   | 5.41   | 4.83   | 5.09   |
| EBITDA/本期发债额度 (倍) | 0.30   | 0.31   | 0.35   | 0.33   |



## 附件 5 公司及下属主要子公司所获荣誉及国内/国际认证情况

| 下属公司名称  | 国内认证名称                         | 类 别             | 通过时间   | 有效期    |
|---------|--------------------------------|-----------------|--------|--------|
| 绍兴自来水公司 | ISO9001: 2000ISO9001           | 质量管理体系认证        | 2006 年 | —      |
|         | GB/T2400—2004IdtISO140001:2004 | 环境管理体系认证        | 2006 年 | 2009 年 |
| 绍兴制水公司  | 现代化水厂                          | 浙江省建设厅          | 2006 年 | 三年复审   |
|         | ISO9001: 2000                  | 质量管理            | 2004 年 | 2010 年 |
|         | ISO14001: 2004                 | 环境管理            | 2004 年 | 2010 年 |
|         | GB/T28001: 2001                | 职业健康安全          | 2006 年 | 2009 年 |
| 绍兴水处理公司 | ISO9001: 2000ISO9001           | 质量管理体系认证        | 2006 年 | —      |
|         | GB/T2400—2004IdtISO140001:2004 | 环境管理体系认证        | 2005 年 | 2008 年 |
| 汤浦水库公司  | GB/T28001:2001                 | 职业健康安全管理        | 2005 年 | 2008 年 |
|         | ISO9001:2000                   | 源水供应及服务（质量管理）认证 | 2003 年 | 2009 年 |
|         | ISO14001:2004                  | 环境管理体系认证        | 2004 年 | 2011 年 |
| 绍兴排水公司  | ISO9001:2000                   | 质量管理体系认证        | 2006 年 | —      |

1. 2006 年公司下属绍兴市制水有限公司获浙江省首家“现代化水厂”称号；
2. 2007 年公司下属绍兴市自来水公司获浙江省首家“现代化供水营业所”称号；
3. 2005 年公司下属绍兴水处理发展有限公司荣获全国“十佳城市污水处理厂”称号；
4. 公司荣获 2007 年度“绍兴市级机关事业单位节能先进单位”和“绍兴市区十佳节约型机关”；
5. 2007 年度公司成为工商免检企业；
6. 公司连续多年被评为省、绍兴市“诚信企业”、“消费者信得过单位”。

## 附件 6 本期债券担保人资信概述

### 1. 中投保概况

中国投资担保有限公司（以下简称“中投保”）前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于 1993 年 12 月 4 日在中国工商行政管理局注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，初始注册资本金 50000 万元，2000 年公司注册资本增至 66450 万元。2006 年，经国务院批准，中投保整体并入国家开发投资公司，注册资本增至 300000 万元，其中国家开发银行实际提供资本金 233550 万元。

中投保经营范围：投资担保；担保及担保的评审、培训、策划、咨询服务；实业项目的投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；新技术、新产品的开发、生产和产品销售；技术成果及展览；仓储服务；组织、主办会议及交流活动等。

目前，中投保内设办公室、计划财务部、审计办公室、人力资源部等管理部门以及担保业务管理中心、研究开发管理中心、投资与资产管理中心、咨询与法律管理中心等 4 个管理中心。公司在上海与大连共设立了 3 家分公司。

截至 2007 年 10 月末，中投保资产总额 416542.69 万元，负债总额 69869.43 万元，所有者权益 346503.18 万元，净资本 305566.38 万元。2007 年 1~10 月，中投保实现主营业务收入 10050.78 万元，投资收益 31865.85 万元，利润总额 29490.45 万元。期末，中投保在保余额 931000 万元(包括政策性担保业务)，担保责任余额 650000 万元。

### 2. 行业分析

信用担保业务和担保机构的产生，从根本上说是市场经济和政府政策共同作用的结果，

它与经济市场化程度和市场秩序有着密不可分的联系。从 1993 年开始至今，在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的中小企业信用担保体系已迅速发展。目前，国内各类担保机构已突破 5000 家。

在担保行业起步阶段，中国大部分担保企业均由政府支持，不以盈利为目的，资本金基本上是靠财政注入，担保业务基本上都是政策性贷款担保业务。随着市场对担保服务需求不断多元化，担保机构商业化进程逐步加快，信用担保领域日益广泛，担保品种也不断增加。目前，担保机构经营的业务品种主要包括中小企业贷款担保、住房置业担保、贸易履约保证、财产保全担保、工程建设保证等；个别担保机构的业务也涉足金融担保业务。

2007 年 10 月 12 日，中国银监会发布《关于有效防范企业债担保风险的意见》（以下简称《意见》），要求各银行自《意见》发布之日起一律停止对以项目债券为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保。而国内现有的担保机构大都是为中小企业提供融资担保服务。因规模小、资本实力弱等原因，担保机构也不具备为企业债券（证券）等金融产品提供信用增级服务的实力。随着中国资本市场的快速发展，在银行退出债券担保市场后，无论是从发行人角度还是从投资者角度，都呼吁成立专门为资本市场金融产品提供信用增级服务的金融担保公司。债券等资本市场金融产品具有规模大、期限长等特点，要求为这些产品提供信用增级服务的担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。

作为中国成立最早、目前资本规模最大的担保机构，中国投资担保有限公司一直致力于国际成熟担保业务的理论研究和实践，在推动

担保行业发展方面起到了重要作用。近年来，公司在金融产品担保和政府采购担保等业务领域进行了有益尝试，并积累了一定的经验。

由于中国资本市场发展落后于市场经济发达国家，中国的大部分担保机构都是为中小企业提供融资担保服务，目前中国尚未设立专门为资本市场金融产品提供信用增级服务的金融担保公司，也没有相应的法律法规，国内关于担保行业的监管法律法规和政策也多数是针对中小企业信用担保机构制定的。并且国内对担保公司的监管处于“多头监管”的格局。在美国，金融担保机构是受到严格监管的增信服务机构，监管机构对其最低资本、单一风险限额、投资限制、担保业务品种及规模等都有严格要求。此外，金融担保机构在成立后，首先应取得资信评级机构的评级才能开展相关的金融担保业务，也只有具备足够高的信用等级的担保机构才有能力为资本市场金融产品提供信用增级服务，也才会得到市场的认可。中国应借鉴国际成熟的经验，相关监管当局应当加快对相关问题研究，根据中国资本市场发展的实际需要，尽早出台有关金融担保机构设立和监管的法律法规。

### 3. 中投保治理与发展战略

中投保为国有独资企业，不设股东会，对于法律规定必须由股东或股东会做出决议的事项，由董事会拟定方案、报告或请示等书面文件，报股东审批。中投保董事会由 7 名成员组成，其中 3 名董事为公司高级管理人员，2 名董事任职于国家开发投资公司，2 名董事任职于国家开发银行。中投保监事会成员共 3 名，其中国家投资开发公司和国家开发银行各委派 1 名，职工代表 1 名。中投保董事会是决策机构，拥有对重大事项和一般事项的决策权。董事会一年至少召开两次，对年度经营计划及发展方向等提出重要意见。中投保监事会对公司财务和董事、高级管理人员的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或董事会决

议的董事、高级管理人员可以提出罢免建议。监事会一年至少召开一次，也可以经监事提议，召开临时会议，对不规范行为起到了一定的监督和遏制作用。中投保总理由董事会聘任。中投保设有总经理办公会，作为董事会决议的执行机构，负责日常经营管理，并接受董事会的指导和监事会的监督。

中投保制定了比较全面的管理制度，主要包括担保与投资业务管理制度、行政管理制度、人力资源管理制度、财务管理制度等，并根据公司的发展情况对各项管理制度进行修订和完善。近年来，中投保借助国内外 IT 技术的成功经验，建立了功能比较完善的业务管理信息系统，有效地提高了工作效率和风险控制水平。

在经营中，中投保要求项目人员基于其特有的风险理念，将风险防范放在首位，严格按照国家产业政策，利用项目评估以及风险控制措施来选择和管理担保项目，以增强担保业务风险的可控度，实现业务的稳健发展。

目前，中投保正在制新的五年发展规划，其发展目标定位于“成为一流的非标准金融和信用增级服务的集成商”。中投保将坚持以担保为主业，在未来一段时间，中投保将采取业务领域纵深发展为主，并逐步扩展区域布局，同时积极拓展国际化业务和金融领域担保业务。在业务体系建设方面，中投保将健全业务管理制度，构建担保业务的专业技术平台，提升风险管理水平。在团队建设上，中投保将加大高、中级管理团队建设的力度，进一步提升管理能力和决策能力，为其长期持续发展奠定基础。中投保还计划引进战略投资者，进一步增强资本实力。

中投保根据近年担保业务发展情况，对未来经营目标进行了预测，见表 10。由于 2007 年公司处于转型期，公司注意控制担保业务开展的节奏。转型期过后，公司业务发展速度将可能加快，制定的发展目标基本可以实现。在 2007-2009 年期间，公司担保业务规模将保持快

速增长。2009 年末，公司担保责任余额将增至 200 亿元，为 2007 年末的 1.67 倍。

总体看，中投保法人治理结构比较健全，内控制度比较完善；市场定位清晰，制定的发展战略凸显了金融担保业务在担保业务发展中的地位。

表 1 中投保经营预测

| 项 目          | 2007 年  | 2008 年  | 2009 年  |
|--------------|---------|---------|---------|
| 预计担保发生额(万元)  | 1100000 | 1900000 | 2600000 |
| 预计担保责任余额(万元) | 1200000 | 1600000 | 2000000 |
| 预计担保业务收入(万元) | 12307   | 15000   | 25260   |
| 预计担保代偿额(万元)  | 2500    | 3500    | 5000    |
| 预计实现利润总额(万元) | 42080   | 55200   | 119584  |
| 预计税后利润(万元)   | 34700   | 44700   | 101600  |
| 预计净资产(万元)    | 371500  | 704050  | 805650  |

注：以上业务数据包括上海分公司、世行项目的数据。

#### 4. 担保业务风险管理

中投保开展的担保业务包括金融担保业务和非金融担保业务。根据各类担保业务的性质和风险特性，中投保制定了不同层次的业务管理制度，包括准则、通用规范和专项规范以及未进入准则和规范体系的业务管理制度等。

中投保担保业务采取差异化管理，对于可以建立稳定运作模式的担保业务，中投保制定了专项规范，在内部形成业务平台，批量处理该类担保业务，以提高决策的效率。而尚未建立稳定的业务模式的担保业务适用一般性担保业务流程。在探索金融产品担保业务方面，中投保成立了金融担保业务工作组，负责金融担保业务运作模式的研究和项目操作。中投保在金融担保业务领域进行了较深层次的理论研究，并在实务中积累了一定的经验。中投保已经具有操作经验的金融担保业务主要集中在保本投资类产品（包括结构化信托担保、保本基金和企业年金担保）和要约收购担保。

在分公司管理方面，上海分公司运营的小企业融资担保业务由上海市财政局的政策性资金支持，其担保业务独立于中投保商业性担保业务，担保业务的风险由政策性资金承担。华

东分公司在中投保市场二部的指导下经营上海钢材贸易企业融资担保项目，并由市场二部归口管理。大连分公司从事包括融资担保、工程保证、财产保全、履约担保等在内的担保业务。目前，中投保对分公司基本没有业务审批授权。

总体看，中投保具有比较健全和完善的担保业务管理制度，对担保项目进行业务组合风险管理，且能够根据内外部经营环境的变化，及时地调整担保业务管理政策和风险控制标准，风险管理能力较强。由于金融担保业务刚刚起步，中投保对金融担保业务风险认识、风险管理技术和运作模式处于探索阶段，业务流程和操作规范尚需在实践中逐步完善。

#### 5. 担保业务发展及风险控制水平

作为国务院批准特例试办的国内首家专业信用担保机构，自成立以来，中投保以推进行业发展为己任，积极进行业务探索与实践，先后在上海、北京开展了为中小企业服务的政策性担保业务（累计担保总额约 200 亿元）。中投保于 2002 年完成了国有企业体制改革，建立了现代企业制度，并大力推动商业性担保业务的发展。2006 年，为满足业务发展的需求，中投保资本金从 5 亿元增加至 30 亿元，担保能力得到了大幅度的提高。目前，中投保已与国家开发银行、上海银行、北京银行等银行结成战略合作关系，并得到了这些银行的授信支持。中投保开展的担保业务包括贸易类综合授信担保、银行承兑汇票担保、信用证担保、工程投标担保、工程履约担保、财产保全担保、政府采购担保等多个业务品种，并正在积极地进行金融担保业务的研究和实践。截至 2007 年 10 月末，中投保资产总额 416542.69 万元，所有者权益 346503.18 万元；已累计为 12000 家企业提供各类担保业务 15000 笔，担保总额约 460 亿元。

中投保在总结担保业务经营经验和理论研究的基础上，创建了担保行业的基本规范和相关制度，在推进中国担保行业立法、加强行业



自律，促进信用担保体系建设等方面起到了重要作用。中投保先后发起成立了“中国担保论坛”和“中国担保业联盟”，促进了国内担保机构的交流与合作。中投保还积极开展与国际同业机构的交流与合作。1998年，中投保加入世界三大担保和信用保险联盟之一的“泛美担保协会”；并在2004年、2006年先后加入美国保险监督官协会（NAIC）和美国保证和忠诚保证协会。加入国际担保行业协会有助于中投保开展国际交流，学习和借鉴国际的先进经验，同时也为中投保实现国际化战略奠定了基础。

近年来，中投保的担保业务保持较快发展，承保规模稳步增长。年度担保发生额（包括政策性担保业务）由2004年的53.6亿元上升至2006年的65亿元，2007年前10个月的担保发生额已超过2006年全年的发生额，达到了83.2亿元。2007年，中投保金融担保业务迅速增长，承保额为19.04亿元；另外，中投保的商业性非金融担保业务继续保持良好的增长势头，2007年前10个月的担保发生额为48.86亿元，较2006年全年增长近7亿元。近年来，中投保的政策性担保业务发展趋缓，年担保发生额由2002年的36.5亿下降至2006年的23亿。中投保近年的业务发展情况见表2。

表2 近年来担保业务发展情况

| 项 目         | 2004 | 2005  | 2006 | 2007.10 |
|-------------|------|-------|------|---------|
| 当年担保发生额(亿元) | 53.6 | 60.71 | 65   | 83.2    |
| 金融担保(亿元)    | 0    | 2.17  | 0    | 19.04   |
| 非金融担保(亿元)   | 53.6 | 58.54 | 65   | 64.16   |
| 商业性担保(亿元)   | 32.6 | 35.33 | 42   | 48.86   |
| 政策性担保(亿元)   | 21   | 23.21 | 23   | 15.3    |
| 当年担保余额(亿元)  | 60.4 | 66.13 | 80.2 | 93.1    |
| 金融担保(亿元)    | 0    | 0     | 0    | 19.04   |
| 非金融担保(亿元)   | 60.4 | 66.13 | 80.2 | 74.06   |
| 商业性担保(亿元)   | 38.4 | 43.43 | 54.2 | 46.76   |
| 政策性担保(亿元)   | 22   | 22.7  | 26   | 27.3    |

资料来源：中投保提供

截至2007年10月末，中投保担保责任余额65亿元（不包括上海小企业融资贷款担保业务与世界银行担保项目）。其中，中投保融资

担保最大单一客户的担保额与净资产的比例超过了20%，单一客户集中风险较高。由于中投保的融资担保业务主要集中于钢材贸易及房地产领域，该两个领域容易受到宏观经济政策的影响，中投保担保业务组合的质量将会呈现一定的不稳定性。

2004~2007年1~10月，中投保商业性担保业务的累计代偿率为0.81%，累计代偿回收率85.44%。2007年1~10月，公司未发生担保代偿事件。这表明近年来公司在担保项目方案设计、风险控制措施执行等方面有良好的表现。

表3 公司商业性担保业务代偿回收情况

| 项 目           | 2004  | 2005  | 2006   |
|---------------|-------|-------|--------|
| 当年代偿项目数(个)    | 7     | 3     | 2      |
| 当年代偿额(万元)     | 2088  | 540   | 6623   |
| 当年累计代偿回收额(万元) | 745   | 270   | 6889   |
| 当年代偿率(%)      | 0.73  | 0.27  | 1.81   |
| 当年代偿回收率(%)    | 35.67 | 50.00 | 104.02 |

注：当年代偿率=当年担保代偿额/当年解除担保责任额

代偿回收率=当年累计代偿回收额/当年代偿额

总体看，中投保各项担保业务发展良好，特别是金融担保业务在近两年来有了实质性的突破。在担保业务发展过程中，中投保注重担保业务风险控制，中投保近年来担保业务代偿率低，代偿回收率较高。

## 6. 财务分析

中投保提供了2004~2006年和2007年10月末的合并财务报表，其中2004~2006年财务报表经中兴华会计师事务所有限公司审计，会计师事务所出具了标准无保留意见的审计报告。

截至2007年10月末，中投保资产总额416542.69万元，其中流动资产273158.78万元，长期投资净额133724.43万元，固定资产净额7662.76万元；负债总额69869.43万元，其中流动负债39112.74万元，长期负债30756.69万元；所有者权益346503.18万元。2007年1~10月，中投保实现主营业务收入10050.78万元，



投资收益 31865.85 万元，利润总额 29490.45 万元。期末，在保余额 931000 万元（包括政策性担保业务），担保责任余额 650000 万元，各项担保准备金余额合计 32595.09 万元。

#### (1) 资产质量

在 2004 至 2005 年期间，中投保进行了清产核资，对以前年度形成的资产损失进行了核减，并计提了大量的资产减值损失准备，资产质量得到大幅提高。以前年度出现的担保代偿损失、投资损失等事件，有助于中投保强化担保与投资业务的风险管理意识，提高风险控制水平。

在资金运营方面，中投保制定了相应的投资业务管理办法和投资策略。从中投保制定的投资策略看，短期投资关注流动性需求，投资范围是风险低、流动性强的金融产品，主要通过委托业内领先的证券公司、基金管理公司、信托公司等金融机构进行操作。中期投资包括委托贷款、信托贷款以及上市公司可流通股等。中投保严格控制其中期投资的规模和期限。中期投资期限一般在 1~2 年。中投保长期投资包括非上市公司股权投资以及上市公司可流通股战略性持股。中投保长期投资坚持委托专业机构运作，通过持有较高升值潜力的股权，经过 3~5 年的培育后择机退出，以实现较高的收益率。未来几年，中投保短期投资在投资资产中的比重将保持在 40% 以上。总体看，中投保对资金运用的范围、期限及规模有比较明确的规定，但投资组合管理政策需进一步完善。

近 3 年，中投保的资产主要由货币资金、长期股权投资构成。中投保货币资金在总资产中的比例保持在 36% 以上，其中绝大部分为银行存款，见表 13。自 2006 年以来，中投保加大了长期股权投资，长期股权投资在资产中的比重逐步上升。2006 年末，中投保长期股权投资净额为 95911.93 万元，比 2005 年末增加 77540.6 万元，在总资产中的比重上升至 24.78%。中投保持有的债券均为长期固定利率企业债券，在目前加息周期中，存在较大的市

场风险。中投保持有的债券的发行人具有良好的资信水平，面临的信用风险较小。

表 4 公司近年资产结构变化情况

| 项 目             | 2004  | 2005  | 2006  | 2007.10 |
|-----------------|-------|-------|-------|---------|
| 货币资金/总资产(%)     | 36.54 | 44.15 | 58.67 | 46.93   |
| 流动资产/总资产(%)     | 78.89 | 80.18 | 69.81 | 65.58   |
| 固定资产净额/总资产(%)   | 4.17  | 3.72  | 2.04  | 1.84    |
| 长期股权投资净额/总资产(%) | 14.72 | 8.14  | 24.78 | 29.54   |
| 长期投资净额/总资产(%)   | 16.78 | 15.20 | 27.62 | 32.10   |

注：2004 年、2005 年财务报表中受托管理的上海市小企业融资担保基金（记入专项应付款科目）分别为 46326.93 万元、46956.66 万元。2006 年，公司对该项受托管理基金进行表外核算。

2006 年末，中投保其他长期投资余额 2862.61 万元，其中委托管理美元资产合计人民币 2342.61 万元，由于人民币对美元汇率不断上升，中投保美元资产有一定的汇兑损失。

截至 2007 年 10 月末，中投保长期投资净额 133724.43 万元，比 2006 年末增加 26828.89 万元。中投保长期投资主要是已上市企业的战略配售股份，风险较小。

总体看，2006 年以来，中投保加大了上市公司股权投资，长期投资在总资产中的比例上升，但资产仍具有良好的流动性。目前，中投保资产质量好。

#### (2) 盈利能力

中投保主营业务收入包括担保业务收入、评审费收入以及追偿收入。随着担保业务规模的扩大，中投保主营业务收入稳步增长。2004~2006 年，中投保主营业务收入年均复合增长率为 13.97%。2007 年 1~10 月，中投保实现主营业务收入 10050.78 万元。

中投保投资收益主要来自被投资企业的利润分配、委托贷款利息收入、委托理财收入以及资本市场投资收益。2004~2006 年，中投保投资收益年均复合增长率为 37.00%。由于股票市场行情高涨，中投保投资收益率大幅提升，2007 年 1~10 月，中投保实现投资收益 31865.85 万元，其中资本市场投资收益 29689 万元。

2006 年，中投保实现利润总额 8722.99 万元，其中由于会计政策变更增加的利润总额为

4367.62 万元。由于投资收益的大幅上升，2007 年 1~10 月，中投保已实现利润总额 29490.45 万元。

2007 年 1~10 月，公司总资产收益率、净资产收益率分别为 7.13%和 8.63%，较 2006 年有较大幅度的上升。考虑到中投保持有的有限售条件的上市公司股票在 2008 年将上市流通，届时将带来可观的投资收益，中投保盈利水平将得到提升。

#### 7. 资本充足性及偿债能力

中投保面临的偿付压力主要是担保项目的代偿。在发生代偿后，如果中投保不能足额追偿，中投保将以自有资本承担相应的损失。中投保实际代偿能力主要是受其担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估其可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了中投保的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

表 5 资本充足性和偿债能力

| 项 目               | 2007 年 10 月 |
|-------------------|-------------|
| 商业性担保业务责任余额（万元）   | 650000.00   |
| 累计提取各项担保业务准备金(万元) | 32595.09    |
| 净资产(万元)           | 346503.18   |
| 净资本(万元)           | 305566.38   |
| 净资产担保倍数(倍)        | 1.87        |
| 净资本担保倍数(倍)        | 2.13        |
| 净资本比率(%)          | 88.18       |
| 资本覆盖率(%)          | 308.71      |

注：1、净资产担保倍数=期末担保责任余额/净资产

2、净资本担保倍数=期末担保责任余额/净资本

3、净资本比率=净资本/净资产

4、资本覆盖率=净资本/担保业务组合风险价值

截至 2007 年 10 月末，联合资信根据中投保的资产状况计算出公司净资本为 305566.38 万元，在预定情景下中投保的资本覆盖率为 308.71%，目前资本覆盖率高。由于中投保对投资组合管理政策尚需进一步完善，中投保金融担保业务的发展受到内外部因素的影响较大，

且国内对金融担保机构尚未有强制监管要求。因此，中投保金融担保业务发展规模和投资存在一定的不确定性，可能对其未来的资本覆盖率产生较大影响。

考虑到中投保经营历史长，积累了丰富的风险管理经验。从近年中投保投资与担保业务发展情况看，中投保经营策略比较稳健，预计中投保未来投资与担保业务的规模和结构将控制在合理范围之内。

联合资信将密切关注中投保投资与担保业务的实际发展状况。如果中投保资本覆盖率降低幅度较大，达到联合资信认为的临界水平时，联合资信将及时通知中投保调整资产结构或业务规模，以确保必要的资本覆盖率水平，否则，联合资信将根据实际情况调整公司的信用等级。

中投保与国家开发银行签订战略合作协议，获得了国家开发银行 300 亿元综合授信；中投保还获得上海银行 100 亿元的授信。来自外部银行的授信，在一定程度上提高了其融资能力。此外，根据中投保的规划，中投保将在 2009 年内引进战略投资 3 亿美元，如能顺利实现，将会大大增强其资本实力，从而有效提高其代偿能力。

基于以上，联合资信对中投保 2008 年评定的主体长期信用级别为 AA，评级展望为稳定。

## 附件 7 有关计算指标的计算公式

| 指 标 名 称           | 计 算 公 式                                                                                                   |
|-------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 增长指标              |                                                                                                           |
| 资产总额年平均增长率        | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%                                                                         |
| 净资产年平均增长率         | (2) n 年数据: 增长率= $\left[ \frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}} \right]^{\frac{1}{n-1}} - 1 \times 100\%$ |
| 主营业务收入年平均增长率      |                                                                                                           |
| 利润总额年平均增长率        |                                                                                                           |
| 经营效率指标            |                                                                                                           |
| 销售债权周转次数          | 主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)                                                                                 |
| 存货周转次数            | 主营业务成本/平均存货                                                                                               |
| 总资产周转次数           | 主营业务收入净额/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              |                                                                                                           |
| 总资产收益率            | (净利润+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%                                                                |
| 净资产收益率            | 净利润/股东权益×100%                                                                                             |
| 主营业务利润率           | 主营业务利润/主营业务收入净额×100%                                                                                      |
| 债务结构指标            |                                                                                                           |
| 资产负债比率            | 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+股东权益+少数股东权益) ×100%                                                                       |
| 长期债务资本化比率         | 长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%                                                                            |
| 担保比率              | 担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×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%                                                                                 |
| 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                                                                                          |
| 筹资活动前现金流量净额本息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)                                                                          |

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

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务= (长期债务+短期债务)

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

## 附件 8 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设置及定义同中长期债券。



## 联合资信评估有限公司关于 绍兴市水务集团有限公司 2009 年 15 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。

绍兴市水务集团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）。绍兴市水务集团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，绍兴市水务集团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绍兴市水务集团有限公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现绍兴市水务集团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。

如绍兴市水务集团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，直至绍兴市水务集团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绍兴市水务集团有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司  
二零零九年一月八日

