

跟 踪 评 级 公 告

联合[2011] 1095 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江苏省宜兴市中小企业2011年度第一期集合票据信用等级为AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月三十日



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>

江苏省宜兴市中小企业2011年度第一期集合票据

跟踪评级报告

本期集合票据信用

跟踪评级结果	AA ⁺
上次评级结果	AA ⁺

本期集合票据要素

集合票据简称	11 宜兴 SMECN1
发行额度	3 亿元
发行时间	2011 年 1 月 26 日
期限	2 年

主体长期信用

集合票据发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
江苏协联热电集团有限公司	A/稳定	A/稳定
宜兴市意达铜业有限公司	BBB ⁺ /稳定	BBB ⁺ /稳定
集合票据担保人	上次评级结果	跟踪评级结果
江苏省信用再担保有限公司	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间：2011 年 12 月 30 日

分析师

王丽娟 高景楠

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

2011 年以来，在国家调整货币政策以及加大房地产市场调控力度等宏观政策环境趋紧和国外经济形势严峻的情况下，江苏省经济仍保持了相对平稳的增长。同时联合资信关注到，2011 年欧洲主权债务危机引发全球经济二次探底的风险，中小企业外部发展环境有所恶化。

跟踪期内，本期集合票据2家企业均表现出了较好的抗风险能力，产销量和收入规模持续增长。本期跟踪中，2家发行人主体长期信用等级和评级展望均未发生调整。

本期集合票据由江苏省信用再担保有限公司（以下简称“江苏再担保公司”）提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保。联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）评定江苏再担保公司主体长期信用等级为 AA⁺，担保实力强，其担保对本期集合票据的信用等级提升作用大。

综合看，本期集合票据不能按期还本付息的风险很低，联合资信维持江苏省宜兴市中小企业 2011 年度第一期集合票据信用等级为 AA⁺。

优势

1. 跟踪期内，江苏省经济仍保持了平稳增长，为中小企业经营提供了有力支持。
2. 跟踪期内，本期集合票据2家企业均表现出了较好的抗风险能力，产销量和收入规模持续增长。
3. 江苏再担保公司的担保对本期集合票据信用等级提升作用大。

关注

1. 本期集合票据参与企业家数较少，风险的分

散作用有限。

2. 本期集合票据的 2 家发行人全部为中小企业，经营状况较易受宏观经济形势和产业政策调整的影响。2011 年以来，在国内宏观政策环境趋紧和国外经济形势严峻的情况下，中小企业经营波动风险加大。

一、本期集合票据基本情况

江苏省宜兴市中小企业 2011 年度第一期集合票据（以下简称“本期集合票据”）由兴业银行股份有限公司组织牵头，于 2011 年 1 月 26 日发行，发行总额为人民币 3 亿元，期限 2 年，采用固定利率支付方式付息。本期集合票据由江苏协联热电有限公司、宜兴市意达铜业有限公司 2 家发行人按照“统一产品设计、统一券种冠名、统一信用增进、统一发行注册”的方式在中国银行间债券市场一次性集合发行。本期集合票据发行人和发行额度见表 1。

表 1 本期集合票据发行人及发债额度

单位：万元

集合票据发行人		发债额度（万元）
1	江苏协联热电有限公司	20000
2	宜兴市意达铜业有限公司	10000
合计		30000

资料来源：联合资信整理

本期集合票据还本付息方式为：存续期内每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期集合票据由江苏省信用再担保有限公司（以下简称“江苏再担保公司”）为票据应付本息、逾期利息、违约金、担保费、损害赔偿金及其他费用提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

二、经营环境

1. 中小企业发展概况及政策环境

2008 年以来，受世界经济金融形势震荡多变、出口市场增速下滑、国内市场竞争日趋激烈、劳动力成本压力上升、人民币升值侵蚀利润空间等多重不利因素的影响，国内中小企业受到了较大程度的冲击。中国中小企业协会发布数据，2010 年四季度，中国中小企业发展指数为 106.3，环比下降 2.6 点。中小企业对原材料和劳动力成本上升以及融资困难普遍有所担心。多种因素叠加下，企业效益指数跌至景气

临界值以下，仅为 95.9，比三季度下降 8.7 个点；成本指数为 72.3，比三季度下降 11 个点，处于景气临界值 100 以下，表明企业生产成本进一步上升。2011 年第二季度，中国中小企业发展指数为 100.2，比一季度下降 3.9 点，跌至几近景气临界值 100，中小企业总体景气度稍差；效益指数为 83.8，比上季度下降 6 个点，大部分行业的企业效益较差。第三季度，中国中小企业发展指数跌至为 97.2，在经济增长平稳减速，通胀压力依然较大，国家货币政策从紧的宏观经济形势下，中小企业发展指数自 2010 年第三季度开始持续下滑。

为了缓解中小企业经营压力，2011 年 5 月，银监会出台了《中国银监会关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》，十条新政从资本占用、风险压力等多方面给商业银行发展小企业贷款“松绑”，切实调动了银行发展小企业贷款的积极性。10 月 12 日，工信部正式发布了《“十二五”中小企业成长规划》，该规划是中国第一个关于中小企业发展的国家级专项规划，主要任务包括增强中小企业创业创新活力和吸纳就业能力、优化中小企业结构、提高产业集群发展水平、提升企业管理水平和完善中小企业服务体系等。2011 年 12 月，工信部出台《关于加快推进中小企业服务体系建设的指导意见》，旨在建立健全中小企业服务体系，促进中小企业发展。

2011 年以来，CPI 持续高位运行，6 月份同比上涨 6.4%，创 35 个月新高。为有效抑制通胀，央行已六次上调存款准备金率共 3.0 个百分点，准备金率调升至 21.5% 的高位，三次上调存贷款基准利率共 0.75 个百分点。在上涨的物价和紧缩的金融政策双重影响下，工业企业生产成本居高不下，经营难度增大。

目前，全球经济进入了一个长期波动和低速增长时期，欧洲均陷入严重的债务危机之中，中国中小企业外部发展环境有所恶化。

2. 江苏省经济发展概况

2010 年江苏省经济运行情况

2010 年江苏省经济运行高开稳走、持续向好，综合实力明显增强。全省实现生产总值 40903.3 亿元，比上年增长 12.6%。其中，第一产业增加值 2539.6 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 21753.9 亿元，增长 13.0%；第三产业增加值 16609.8 亿元，增长 13.1%。产业结构、所有制结构、区域经济结构进一步优化。三次产业增加值比例调整为 6.2：53.2：40.6。

工业生产运行良好。全年规模以上工业增加值 21223.8 亿元，比上年增长 16.0%，其中，轻、重工业增加值 6019.1 亿元、15204.8 亿元，分别增长 14.6%和 16.6%。国有工业增加值 1319.4 亿元，增长 11.1%；集体工业增加值 266.9 亿元，增长 4.2%；股份制工业增加值 9709.4 亿元，增长 15.9%；外商港澳台投资工业增加值 8683.9 亿元，增长 16.5%。在规模以上工业中，国有控股工业增加值 2729.1 亿元，增长 13.6%；私营工业增加值 6971.4 亿元，增长 17.9%。

企业效益大幅增长。规模以上工业企业实现主营业务收入 90635.0 亿元，比上年增长 27.3%；实现利税 8897.2 亿元，增长 34.9%；实现利润 5705.9 亿元，增长 43.6%。企业亏损面 8.6%，比上年末下降 3.1 个百分点；亏损企业亏损额 186.9 亿元，下降 34.9%。工业经济效益综合指数为 241.0，提高 18.9 个百分点。

财政收入较快增长。原口径财政总收入达 11743.2 亿元（不含海关代征两税和关税等），比上年增长 39.7%。其中，地方财政一般预算收入 4079.9 亿元，增长 26.4%，增收 851.1 亿元；基金收入 3564.3 亿元，增长 100.4%。

2011 年上半年江苏省经济运行情况

2011 年 1~6 月，江苏省生产保持平稳增长。全省规模以上工业累计实现增加值 12095.8 亿元，同比增长 14.0%，增速较上年同期回落 4.3 个百分点，较上年全年回落 2.0 个百分点。从年内运行趋势看，1~2 月、1~3 月、1~4

月、1~5 月增加值同比分别增长 14.4%、14.3%、13.9%、13.8%，呈稳中趋缓态势，但总体上仍运行在一个较快的增长区间。其中，6 月份生产回升明显，月度增幅达年内最高。

效益呈现良好态势。1~6 月，规模以上工业累计实现利润总额 2898.5 亿元，同比增长 33.6%，增幅高于主营业务收入增幅 6.2 个百分点；销售利润率 5.7%、成本费用利润率 6.1%、总资产贡献率 14.8%，同比分别提高 0.5 个、0.5 个、0.8 个百分点。年内利润增幅虽不断回落，但幅度逐月收窄，1~6 月较 1~2 月、1~3 月、1~4 月、1~5 月分别回落 8.2 个、5.0 个、1.0 个、0.2 个百分点。

受通胀压力推动和需求放缓影响，2011 年以来工业生产步伐放缓，增加值增速较一季度呈小幅回落态势，累计回落 0.3 个百分点。

江苏省政策环境

2010 年 8 月，江苏省政府出台《关于进一步促进中小企业发展的实施意见》，2011 年 11 月 3 日对外发布《关于改善中小企业经营环境的政策意见》。文件指出，要重点加强对小型微型企业的信贷支持，着力降低中小企业融资成本。综合运用再贷款、再贴现、差别存款准备金率等货币信贷政策工具，支持银行业金融机构特别是小金融机构增加对小型微型企业的信贷投放。

三、发行人主体长期信用

表 2 本期集合票据发行人主体长期信用

集合票据发行人	上次评级结果	跟踪评级结果
江苏协联热电集团有限公司	A/稳定	A/稳定
宜兴市意达铜业有限公司	BBB ⁺ /稳定	BBB ⁺ /稳定

资料来源：联合资信整理

跟踪期内，联合资信对本期集合票据的 2 家发行人的主体长期信用进行了跟踪分析，具体分析参见各发行人的《跟踪评级报告》。

跟踪期内，原发行人宜兴协联热电有限公司更名为江苏协联热电集团有限公司，法定代

表人由陈如竹变更为周云；原宜兴协联热电有限公司债权债务关系以及在中国银行间协会的会员资格均由江苏协联热电集团有限公司承继。跟踪期内，江苏协联热电集团有限公司上网电量及蒸汽产量继续增长，盈利能力较高的蒸汽业务所占比重持续提高，收入规模有所上升；但由于电煤价格涨幅较大，加大了其燃料成本，盈利水平下滑。现金流规模持续加大，债务负担明显加重。未来，随着江苏协联热电集团有限公司所在地区经济水平的持续增长、蒸汽业务的继续发展以及国内电价体制改革的逐步推进，其收入规模有望继续提升，并相应改善自身盈利能力。

跟踪期内，宜兴市意达铜业有限公司调整产品结构，主营业务收入及利润规模较大提高，债务负担显著下降，债务结构有所改善。联合资信也关注到，主要原材料电解铜对其经营影响大，跟踪期内铜价大幅上涨使其成本大幅上升，经营性净现金流也表现为较大规模净流出。2011年是中国“十二五”开局之年，随着国家新一轮农村电网改造升级工程的实施以及中国工业化和城市化进程的加速，电线电缆行业发展空间巨大，铜线杆加工行业仍然具有良好的发展前景。

整体看，本期集合票据2家企业跟踪期内均表现出了较好的抗风险能力，本期集合票据2家发行人主体长期信用等级和评级展望均未发生调整，其中江苏协联热电集团有限公司维持主体信用等级A，宜兴市意达铜业有限公司维持主体信用等级BBB⁺，评级展望均为稳定。

四、担保能力分析

1. 担保条款

江苏再担保公司为本期集合票据2家发行人发行面额总计为人民币3亿元的到期兑付提供了全额无条件不可撤销的连带责任担保。

保证范围包括本期集合票据存续期限内应付本息、逾期利息、违约金、担保费、损害

赔偿金及所有其他费用。

2. 担保人担保能力分析

江苏再担保公司是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业。江苏再担保公司成立于2009年12月，注册资本310000万元。截至2011年9月末，江苏再担保公司实收资本270000万元，其中239700万元为货币形式出资，30300万元为江苏省国信资产管理集团有限公司以江苏省信用担保有限责任公司的股权出资。江苏再担保公司第一大股东为江苏省人民政府，出资160000万元，占实收资本的51.61%。江苏省国有资产监督管理委员会代表政府履行出资人职责。江苏再担保公司主管部门为江苏省金融工作办公室。

江苏再担保公司经营范围包括：再担保业务；担保业务；投资和资产管理；财务顾问；市场管理；商务服务；社会经济咨询；资产评估；机械设备租赁。

江苏再担保公司下设再担保业务一部及二部、资产经营部、风险管理部、战略投资部、计划财务部、审计监察部、人力资源部等部门。

截至2011年9月末，江苏再担保公司在江苏各地拥有13家分公司，并下设1家全资子公司、5家控股子公司及4家参股子公司。2010年7月，江苏担保经资产评估、审计、剥离原担保业务后，保留原名称，其总资产整体划入，成为江苏再担保公司的全资子公司。江苏担保主要开展中小企业融资担保业务。江苏再担保公司控股及参股的9家企业中，小额贷款公司3家，再担保公司、融资租赁公司、典当公司、投资公司、出版传媒公司及信息公司各1家。

截至2011年9月末，江苏再担保公司合并资产总额378135.79万元，所有者权益合计312310.23万元。2011年1-9月，江苏再担保公司实现营业收入29554.06万元，其中再担保及担保业务收入10249.01万元，利息收入12841.80万元；实现净利润15990.40万元。截

至 2011 年 9 月末，江苏再担保公司再担保业务在保责任余额 816010 万元，非金融直保业务在保责任余额 640150 万元，金融直保业务在保责任余额 177000 万元。

总体看，跟踪期内，江苏再担保公司初步搭建了内部控制及风险管理体系，再担保和直保业务发展较快。江苏再担保公司有效的再担保业务模式及较为广泛的再担保体系为未来业务发展奠定良好基础。江苏省政府作为江苏再担保公司控股股东，在资本投入和业务发展方面给予其大力支持。联合资信确定江苏再担保公司主体长期信用等级为 AA⁺。

本期集合票据发行额度占 2011 年 9 月底江苏再担保公司资产总额的 7.93%、所有者权益的 9.61%、在保余额的 1.84%，所占比例较低；立即偿付本期集合票据对江苏再担保公司影响相对较小。

综合考虑，联合资信维持“11 宜兴 SMECN1”AA⁺的信用等级。

附件 1 中长期债券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，中长期债券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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券。

跟 踪 评 级 公 告

联合[2011] 1096 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持宜兴市意达铜业有限公司主体长期信用等级为BBB⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月三十日



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>

跟 踪 评 级 公 告

联合[2011] 1097 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江苏协联热电集团有限公司主体长期信用等级为A，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月三十日



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>

宜兴市意达铜业有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: BBB⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: BBB⁺ 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2011 年 12 月 30 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	11 年 6 月
现金类资产(亿元)	2.10	0.86	2.31
资产总额(亿元)	11.30	8.31	9.72
所有者权益(亿元)	5.46	6.20	6.75
短期债务(亿元)	5.16	1.80	1.66
全部债务(亿元)	5.16	1.80	2.66
主营业务收入(亿元)	30.23	44.55	23.64
利润总额(亿元)	0.81	0.99	0.73
EBITDA(亿元)	1.04	1.41	--
经营性净现金流(亿元)	1.04	-2.23	-1.44
主营业务利润率(%)	3.66	3.20	4.11
净资产收益率(%)	11.13	11.97	--
资产负债率(%)	51.69	25.33	30.50
全部债务资本化比率(%)	48.59	22.49	28.25
流动比率(%)	164.92	323.13	423.47
全部债务/EBITDA(倍)	4.99	1.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	23.96	6.38	--
经营现金流流动负债比(%)	17.80	-106.23	--

注: 公司 2011 年上半年财务数据未经审计。

分析师

高景楠

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

宜兴市意达铜业有限公司(以下简称“公司”)主要从事铜杆、铜丝的生产和销售。跟踪期内,公司调整产品结构,主营业务收入及利润规模明显提高,债务负担显著下降,债务结构有所改善。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,主要原材料电解铜对公司经营影响大,跟踪期内铜价大幅上涨使公司成本大幅上升,公司经营净现金流也表现为较大规模净流出。

2011 年是中国“十二五”开局之年,随着国家新一轮农村电网改造升级工程的实施以及中国工业化和城市化进程的加速,电线电缆行业发展空间巨大,铜线杆加工行业仍然具有良好的发展前景。

综合分析,联合资信维持公司 BBB⁺ 的主体长期信用等级,评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内,公司毛利率较高的铜丝产品比重大幅提高,产品结构进一步优化。
2. 跟踪期内,公司债务负担下降,债务结构有所改善。

关注

1. 原材料价格波动较大,对公司成本控制带来一定压力。
2. 公司资产以流动资产为主,其中存货占比大,资产流动性一般。
3. 公司经营活动产生的净现金流波动较大。
4. 公司对外担保规模较大,存在一定的或有负债风险。

一、企业基本情况

宜兴市意达铜业有限公司（以下简称“公司”）成立于1998年9月，初始注册资本209万元，由柳志圆（占股52.63%），骆挺德（占股22.97%），胡勤良（占股12.44%）及蒋建宝（占股11.96%）发起成立。2000年9月，公司引入新股东宜兴市丰义镇人民政府（占股94.73%），并随后完成多次增资扩股，公司变为宜兴市丰义镇人民政府控股的企业。2007年10月，公司完成改制，官林镇人民政府（由于乡镇合并，官林镇人民政府从原丰义镇人民政府承接了公司股权）将其所持有的股份全部转让给骆伟栋先生。此次股权转让完成后，公司注册资本20000万元，其中骆伟栋出资19820万元，骆挺德出资100万元，王惠东出资80万元，分别占99.10%、0.5%和0.4%，其中骆伟栋与骆挺德系父子关系，王惠东为骆伟栋妹夫，公司实际控制人为骆挺德、骆伟栋家族。

公司主要从事铜线锭、铜线材、无氧铜杆、铜盘条的加工；合金复合铜线、束线绞线的制造、加工；自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外）。

截至2010年底，公司（合并）资产总额为8.31亿元，所有者权益为6.20亿元，2010年，公司实现主营业务收入44.55亿元，利润总额0.99亿元。

截至2011年6月底，公司（合并）资产总额为9.72亿元，所有者权益为6.75亿元；2011年1~6月，公司实现主营业务收入23.64亿元，利润总额0.73亿元。

公司注册地址：宜兴市官林镇金辉工业园B区；法定代表人：骆伟栋。

二、经营管理分析

1. 行业分析

公司主要从事铜杆、铜线的生产和销售，

铜杆线加工行业的景气状况对公司经营和财务状况有重要影响。

2010年，受益于政府刺激政策的延续，中国房地产、家电下乡、汽车补贴以及基础设施建设等对铜材消费需求产生了较大的拉动作用，中国铜材产量达到1009.30万吨，同比增长了13.60%，连续八年居世界第一位，产量占世界总产量的二分之一以上。2011年1~9月，铜材的终端消费领域需求稳健，除汽车受限购影响，产量增幅放缓，同比增速明显下滑外，其他电力、家电等下游需求仍然维持景气，发电设备、电力电缆、家用电器等产品产量同比增速均达到20%左右。下游消费需求的增长拉动铜材产量较快上升，2011年1~9月份中国铜材累计产量达到757.29万吨，同比增长19.8%。

铜线杆作为铜材的主导产品之一，在中国铜加工材消费量所占比重一直保持在40%以上，其主要下游需求领域为电力电缆行业，因此，电力电缆行业的发展对其需求产生重要影响。2010年，中国电力电缆产量保持稳定增长，全年累计生产电力电缆2705.43万公里，同比增长26.5%，增幅比上年提高了17.64个百分点。其中，累计产量前5个省分别为广东、江苏、山东、浙江、河北，江苏省排名第二，占全国总产量的比重为17.11%。江苏省发达的电力电缆产业为公司铜线杆产品市场需求提供了坚实的支撑。

产能方面，中国目前铜材产能1200万吨/年，据中国有色金属加工协会的不完全统计，目前中国新建铜板带产能约120万吨，管棒型产能45万吨，铜杆线产能150万吨，全国铜加工产能将新增315万吨，这些新建项目将在2015年前建成，产能释放将加剧市场竞争。

价格走势方面，铜杆、铜丝加工目前主要使用电解铜，铜作为一种重要的工业原料，同时也是重要的期货品种，价格不仅受供需影响，投资资金的炒作也对铜价格波动产生了重要影响。2010年国际铜价的走势可分为上下半年两

个阶段。上半年价格呈冲高回落局面，下半年则呈单边上扬态势，年底以接连刷新纪录高位走势结束了 2010 年的交易，LMF 三个月期铜价格年末收报 9660 美元/吨，与 2009 年末收盘价相比，大涨 31%。2010 年全年均价 7550 美元/吨，比 2009 年的 5171 美元/吨增长 46%。2011 年上半年，国际铜价在历史高位区间宽幅震荡，年初 LMF 三个月期铜上破 1 万美元关口创历史新高，2 月中旬开始呈震荡偏弱走势，最低至 8500 美元/吨，之后止跌回稳，LMF 三个月期铜在 9000 美元/吨上下窄幅震荡。

展望中国铜材市场，2011 年是“十二五”规划的开局之年。随着国家新一轮农村电网改造升级工程的实施，铜材需求还会继续增长。但由于房地产调控政策对房地产及其相关行业的铜材需求形成不利影响，铜材需求增速将有所回落。

2. 经营状况

经营概况

公司从事铜杆、铜丝的生产和销售，主营业务突出。跟踪期内，由于铜价大幅上涨带动公司产品售价提高，公司相应主营业务收入规模持续增加，2010 年为 445491 万元，同比增速达 47.35%；2011 年 1-6 月公司实现主营业务收入 236410 万元，占 2010 年全年的 53.07%。

跟踪期内，公司产品仍以铜丝和铜杆为主。公司生产主要采用订单生产，收取加工费的模式，目前铜杆每吨加工费约为 1050 元，铜价每吨约 57000 元，导致铜杆产品毛利率较低。为此，公司逐步调整产品结构，将部分铜杆生产委托江苏江润铜业有限公司（以下简称“江润铜业”）生产，同时增加铜丝产量，2010-2011 年上半年，铜丝收入占比持续提高，分别达 68.77%和 95.21%。相应的，在铜丝产品毛利率较高的拉动下，跟踪期内公司整体毛利率水平波动中上升，2011 年上半年达到 4.1%。

表1 2009-2011年6月公司主要产品收入及毛利率状况（单位：万元，%）

项 目		2011 年 1-6 月		2010 年		2009 年	
		金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
主营业务收入	铜丝	225078	95.21	306342	68.77	188910.36	62.48
	铜杆	10908	4.61	138259	31.03	113428.52	37.52
	其他	424	0.18	890	0.20	-	-
	合计	236410	100.00	445491	100.00	302338.88	100.00
毛利润	铜丝	9433	97.10	11028	77.35	7196.20	64.88
	铜杆	267	2.75	3198	22.43	3895.02	35.12
	其他	14	0.15	31	0.22	-	-
	合计	9714	100.00	14257	100.00	11091.22	100.00
毛利率	铜丝	4.19		3.60		3.81	
	铜杆	2.45		2.30		3.43	
	其他	3.30		3.50		-	
	合计	4.11		3.20		3.67	

资料来源：公司提供

原材料采购

公司生产所需的原材料主要是电解铜。在电解铜采购方面，根据订单式生产的需要，公

司每天集中汇总销售部门的订单需求，及时定下当天需要采购量。公司采购价格即为当日长江有色金属网电解铜相关报价。2010年及2011

年1-6月，公司电解铜采购量分别为90576吨和35919吨；采购均价分别为50103元/吨和60047元/吨，采购价格波动较大。

表2 公司电解铜采购情况

项目	2009年	2010年	2011年1-6月
采购量（吨）	84973	90576	35919
采购均价（元/吨）	35096	50103	60047

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要电解铜的供应商为：上海帝朗金属材料有限公司、上海晋金实业有限公司、五矿有色金属股份有限公司、上海京慧诚国际贸易有限公司、上海瑞禾贸易有限公司，2010年及2011年上半年，公司从这五名供应商采购金额分别占公司当期电解铜采购总金额的90.46%和83.84%，原材料采购集中度高。

总体看，公司原材料供应稳定，主要原材料电解铜价格波动较大，公司面临一定成本控制压力。

生产经营

铜杆生产方面，公司目前大部分铜杆生产委托江润铜业生产。江润铜业为骆挺德、骆伟栋家族投资的关联企业，拥有先进的美国南线SCR-7000铜连铸连轧光亮铜杆、银铜合金接触线生产线，年产能35万吨，设备经济技术指标均优于公司，在同行业领先。2010年和2011年上半年，公司委托江润铜业生产铜杆分别为75051吨和37480吨，远高于公司自身铜杆产量。公司铜杆业务委托加工模式为：公司采购原材料后交由江润铜业加工，并支付一定的委托加工费，2010年公司委托加工费约为250元/吨，加工费按月结算，每月底结算当月费用。

铜丝生产方面，跟踪期内，公司加大铜丝生产力度。2010年生产铜丝5.61万吨，同比增长9.78%；2011年上半年生产铜丝3.46万吨，占2010年全年的61.68%。

表3 公司主要产品产量（单位：万吨）

产 品	2009年	2010年	2011年1-6月
铜丝	5.11	5.61	3.46
铜杆	3.42	2.73	0.09

资料来源：公司提供

产品销售

销售价格方面，由于公司生产主要采用订单生产，收取加工费的模式。销售价格为采购当日长江有色金属网电解铜相关报价外加加工费用以及各种税费。由于跟踪期内原材料价格的大幅上涨，公司产品销售价格相应提高，2010年涨幅较大，铜丝和铜杆销售均价分别达52000元/吨和50865元/吨；2011年上半年涨势较为稳定，铜丝和铜杆销售均价分别为61359元/吨和58416元/吨。

产品销量方面，出于盈利考虑，跟踪期内公司将大部分铜杆加工业务外发至江润铜业，铜杆产销规模大幅降低；同时，铜丝销量持续上升，2010年为58911吨，同比增长17.58%，2011年上半年销售36682吨，占2010年全年的62.27%。

表4 公司主要产品销量及售价（含税）情况

单位：万吨，元/吨

	产 品	2009年	2010年	2011年1-6月
销量	铜丝	5.01	5.89	3.67
	铜杆	3.36	2.72	0.19
销售价格	铜丝	37703	52000	61359
	铜杆	33787	50865	58416

资料来源：公司提供

三、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2010年度合并财务报表经宜兴达华会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2011年1-6月报表未经审计。跟踪期内，公司合并范围未发生变化。

截至2010年底，公司（合并）资产总额为8.31亿元，所有者权益为6.20亿元，2010年，公司实现主营业务收入44.55亿元，利润总额

0.99 亿元。

截至2011年6月底，公司（合并）资产总额为9.72亿元，所有者权益为6.75亿元；2011年1~6月，公司实现主营业务收入23.64亿元，利润总额0.73亿元。

2. 盈利能力

2010年原材料价格的上涨导致公司产品销售价格大幅上升，公司实现主营业务收入44.55亿元，同比增长47.35%。由于公司采取收取加工费的模式进行生产，每吨加工费相对稳定，加工费提高与原材料价格上涨之间存在一定滞后性，2010年公司主营业务成本增幅大于主营业务收入，导致公司主营业务利润率由上年的3.66%下滑至3.20%。但由于整体销售规模的上升，公司营业利润同比增长25.35%，达到9627.31万元。

期间费用方面，2010年，公司期间费用合计4630.10万元，同比增长36.87%，主要源于财务费用的大幅增加。2010年公司财务费用2171.15万元，较2009年增加1739.05万元，系由于公司2009年底增加的大量应付票据于2010年偿付，以及公司增加短期借款1亿元所致。

公司利润总额主要来源于营业利润，2010年公司实现利润总额9897.50万元，净利润7423.13万元，同比增速均为22.11%。

从主要盈利指标看，2010年公司净资产收益率和总资产收益率分别较上年上升0.83个百分点和5.91个百分点，为11.97%和12.05%，主要得益于利润的增长以及债务规模的大幅下降。

2011年1-6月，公司实现主营业务收入23.64亿元，占2010年全年的53.07%；利润总额7332.65万元，占2010年全年的74.09%。由于公司调整产品结构，将毛利率较低的铜杆生产业务部分委托给江润铜业，同时加大铜丝产品生产，使公司整体盈利能力得到提升，2011年上半年公司主营业务利润率为4.11%，较2010年提高0.91个百分点。

总体看，公司主营业务突出，2010年以来原材料价格上涨以及产销规模提高拉动公司收入大幅上升；跟踪期内公司进行了产品结构调整，将盈利能力较低的铜杆业务外发，使公司整体盈利能力提升。

3. 现金流

2010年，由于产品价格上涨，公司销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动产生的现金流入量分别同比增长31.04%和30.98%。2010年，公司现金收入比为99.90%，收入实现质量一般。2010年公司购买商品、接受劳务支付的现金增幅达40.61%，高于销售商品、提供劳务收到的现金增幅，一方面由于原材料采购价格大幅上涨导致成本上升，另一方面由于公司本年偿付了大量应付票据增加了现金支出量。相应地，2010年公司经营活动现金流量净额表现为净流出22348.79万元。

2010年，公司无新的投资项目，投资活动现金流规模较小；公司新增短期银行借款10000万元，导致公司筹资活动现金净流入增加至7828.85万元。

2011年1-6月，由于成本上升及应付票据规模继续减少，公司经营性净现金流继续表现为净流出14399.12万元；公司通过银行借款筹集资金26200万元，筹资活动现金净流入15364.67万元。

总体看，跟踪期内由于铜价大幅上涨，公司经营活动现金流入及流出规模均大幅上升，但由于产品价格与原材料价格变动存在一定滞后性，且公司偿付大量的应付票据，公司经营活动现金净流量为负；公司投资活动现金流规模较小，为了满足经营支出加大了对外筹资力度，跟踪期内公司筹资活动现金流规模增幅较大。

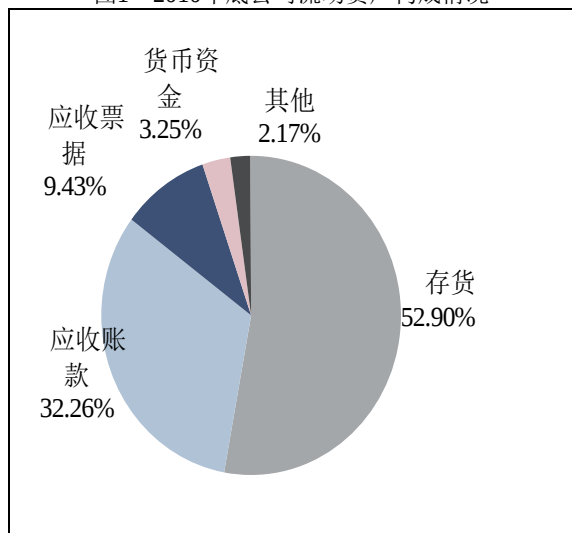
4. 资本及债务结构

截至2010年底，公司合并资产总额为8.31亿元，同比减少了26.51%，主要是流动资产大

幅减少所致。其中，流动资产占81.85%，占比下降了3.40个百分点；固定资产占18.03%，占比上升了3.37个百分点；无形资产及其他资产占0.12%。

截至2010年底，公司流动资产6.80亿元，同比减少29.44%，其中，存货大幅增长141.87%，预付账款、货币资金和其他应收款分别减少94.84%、87.14%和98.81%。公司流动资产主要由存货（占52.90%）、应收账款（占32.26%）、应收票据（占9.43%）和货币资金（占3.25%）构成。

图1 2010年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

截至2010年底，公司货币资金2207.70万元，同比减少了87.14%，主要原因为公司2010年偿付了大量的银行承兑汇票，使得银行承兑保证金规模大幅减少所致。

2010年底，公司应收票据6410.92万元，同比增长68.09%，主要由于公司收入规模的扩大导致收到客户的银行承兑票据增加，公司应收票据均在6个月以内，流动性强。

2010年底，公司存货35961万元，同比大幅增长141.87%，一方面由于公司原材料采购量和产成品产量上升导致存货所需周转量增加；另一方面由于原材料采购价格及产成品售价上涨导致存货价值提高。公司存货结构以原材料和库存商品为主，分别占63.34%和35.92%，公司

未计提存货减值准备。

2010年底，公司应收账款21930万元，同比减少8.97%。公司应收账款主要为应收货款，账龄在1年以内的占99.32%，其中前5为主要客户的应收款余额为14804.43万元，占应收账款余额的67.51%，集中度较高，存在一定的回收风险。2010年底，公司其他应收款同比大幅减少98.81%，主要是由于公司加大了上下游客户往来款控制力度。

2010年底，公司预付账款1351.88万元，同比减少95.84%，全部为预付给上海晋金实业有限公司的电解铜采购款。

截至2010年底，公司固定资产原值25967.23万元，与2009年基本一致。由于新增累计折旧2029.27万元，固定资产净额同比减少9.63%，为14979.58万元。

2011年6月底，公司资产总额97162.15万元，较2010年底增长16.97%，全部来自流动资产的增加。其中，应收票据、应收账款和货币资金有所增加，存货和预付账款有所减少。固定资产则随着提取折旧继续减少。公司资产构成中流动资产和固定资产分别占85.59%和14.31%，结构保持稳定。

总体看，公司资产构成以流动资产为主，跟踪期内，现金类资产波动较大，存货占比大，资产流动性一般，整体资产质量一般。

截至2010年底，公司所有者权益合计62024.75万元，同比增长13.60%，所有者权益的增长全部来自未分配利润的增加。所有者权益构成方面，实收资本、盈余公积、未分配利润占比分别为32.25%、22.14%和45.62%，所有者权益结构稳定性尚可。2011年6月底，公司所有者权益67524.23万元，较2010年底增加8.87%，仍全部来自未分配利润的增长。

跟踪期内，公司负债规模大幅下降，截至2010年底负债合计21038.74万元，同比减少63.99%，全部是流动负债。其中，应付票据同比减少43600万元，系公司偿付了大量的银行承兑汇票所致；其他应付款同比减少5550.87万

元；短期借款增加10000万元，系公司新增交通银行1亿元短期借款所致。

从债务结构来看，2010年，由于应付票据的大幅减少，公司全部债务降至18000万元，同比减少了65.12%，全部为短期债务。公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为25.33%和22.49%，债务规模的减少使公司债务负担大幅下降。

截至2011年6月底，公司负债合计29637.92万元，较2010年底增长了40.87%，其中，长期借款增加10000万元，系公司于2011年1月26日发行的江苏省宜兴市中小企业2011年度第一期集合票据1亿元；短期借款增加6200万元；应付票据减少7620万元。2011年6月底，公司全部债务26580万元，其中短期债务占62.38%，长期债务占37.62%，债务结构有所改善；资产负债率和全部债务资本化比率分别为30.50%和28.25%，债务负担较轻。

总体看，跟踪期内，由于公司偿付了大量的应付票据，债务规模显著下降；债务结构有所改善。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于流动负债的大幅下降，2010年公司流动比率和速动比率分别为323.13%和152.21%，2011年6月底公司流动比率和速动比率进一步上升至423.47%和269.30%，与2009年相比均有较大提升；由于经营活动现金流量净额为负，公司经营现金流动负债比为-106.23%，考虑到经营活动产生的现金流入量规模大幅上升，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2010年公司EBITDA为1.41亿元，同比增长36.66%。2010年，由于利息支出的大幅增加，公司EBITDA利息倍数为6.38倍，较上年的23.96倍有较大下降。由于2010年公司归还了大量银行承兑汇票，债务规模大幅下降，2010年公司全部债务/EBITDA较2009年的4.99倍下降至1.27倍。总体

看，公司对债务整体保护能力有所上升。

截至2011年6月底，公司为关联企业江润铜业提供担保总额为4.89亿元，担保比率为72.42%，担保比率进一步上升，存在一定的或有负债风险。

截至2011年6月底，公司共获得农业银行、工商银行、交通银行、建设银行、兴业银行等银行授信8.39亿元，其中已使用额度2.64亿元，未使用额度5.75亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

6. 本期票据偿还能力分析

公司于2011年1月26日发行江苏省宜兴市中小企业2011年度第一期集合票据（以下简称“本期票据”）1亿元，发行期限为2年，采用固定利率支付方式付息，票面利率为5.4%。

以2010年财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对本期票据的保护倍数分别为1.41倍、44.54倍和-2.23倍。公司EBITDA和经营性现金流入量对本期票据覆盖程度较高。

截至2011年6月底，公司现金类资产为2.31亿元，为本期票据发行额度的2.31倍，现金类资产对本期票据的保障能力较强。

综合考虑，联合资信维持公司BBB⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 6 月
流动资产				
货币资金	17160.76	2207.70	-87.14	3112.48
短期投资				
应收票据	3814.09	6410.92	68.09	19944.12
应收股利				
应收利息				
应收账款	24090.09	21930.10	-8.97	29326.80
其他应收款	10196.30	121.80	-98.81	72.31
预付账款	26212.85	1351.88	-94.84	430.15
存货	14868.15	35961.01	141.87	30274.24
待摊费用				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	96342.25	67983.40	-29.44	83160.11
长期投资				
长期股权投资				
长期债权投资				
长期投资合计				
减：长期投资减值准备				
加：合并价差				
长期投资净额				
固定资产				
固定资产原值	25534.11	25967.23	1.70	26028.00
减：累计折旧	8958.38	10987.65	22.65	12125.30
固定资产净值	16575.72	14979.58	-9.63	13902.70
固定资产净值减值准备				
固定资产净额	16575.72	14979.58	-9.63	13902.70
工程物资				
在建工程				
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	16575.72	14979.58	-9.63	13902.70
无形资产及其他资产				
无形资产	102.85	100.51	-2.27	99.34
股权分置流通权				
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	102.85	100.51	-2.27	99.34
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	113020.82	83063.49	-26.51	97162.15

附件 1-2 公司资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 6 月
流动负债				
短期借款	0.00	10000.00		16200.00
应付票据	51600.00	8000.00	-84.50	380.00
应付账款	-4.62	1437.20	-31193.58	113.94
预收账款				
应付工资	-0.10	0.00	-100.00	100.32
应付福利费	184.26	180.38	-2.10	176.47
应付利润（股利）				
应交税金	441.87	774.24	75.22	896.56
其他未交款				
其他应付款	6197.79	646.92	-89.56	1770.63
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	58419.20	21038.74	-63.99	19637.92
长期负债				
长期借款				10000.00
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
其他长期负债				
长期负债合计				10000.00
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	58419.20	21038.74	-63.99	29637.92
少数股东权益				
所有者权益				
实收资本	20000.00	20000.00	0.00	20000.00
资本公积				
盈余公积	13732.01	13732.01	0.00	13732.01
未分配利润	20869.61	28292.74	35.57	33792.22
未确认的投资损失（以“-”号填列）				
外币报表折算差额				
所有者权益合计	54601.62	62024.75	13.60	67524.23
负债及所有者权益合计	113020.82	83063.49	-26.51	97162.15

附件 2 公司损益表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 1-6 月
一、主营业务收入	302338.88	445491.14	47.35	236410.75
减: 主营业务成本	291247.85	431197.68	48.05	226680.64
主营业务税金及附加	27.75	36.05	29.93	15.93
二、主营业务利润	11063.28	14257.41	28.87	9714.18
加: 其他业务利润				
减: 营业费用	2263.44	1659.34	-26.69	1015.43
管理费用	687.18	799.62	16.36	352.00
财务费用	432.10	2171.15	402.46	835.33
其他				
三、营业利润	7680.56	9627.31	25.35	7511.42
加: 投资收益				
补贴收入	435.97	340.98	-21.79	124.83
营业外收入				672.86
其他				
减: 营业外支出	11.08	70.78	538.77	976.47
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	8105.45	9897.50	22.11	7332.65
减: 所得税	2026.36	2474.38	22.11	1833.16
减: 少数股东损益				
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	6079.09	7423.13	22.11	5499.49

附件 3-1 公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 1-6 月
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	339620.05	445054.30	31.04	255668.39
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	435.97	340.98	-21.79	797.70
现金流入小计	340056.03	445395.28	30.98	256466.09
购买商品、接受劳务支付的现金	328400.01	461755.67	40.61	268527.36
支付给职工以及为职工支付的现金	290.46	585.64	101.62	324.25
支付的各项税费	2231.30	3213.92	44.04	1134.32
支付的其他与经营活动有关的现金	-1266.70	2188.85	-272.80	879.28
现金流出小计	329655.07	467744.07	41.89	270865.21
经营活动产生的现金流量净额	10400.96	-22348.79	-314.87	-14399.12
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金				
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而收回的现金				
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计				
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	236.34	433.12	83.26	60.77
投资所支付的现金				
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	236.34	433.12	83.26	60.77
投资活动产生的现金流量净额	-236.34	-433.12	83.26	-60.77
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金				
借款所收到的现金	0.00	10000.00		26200.00
收到的其他与筹资活动有关的现金				
现金流入小计	0.00	10000.00		26200.00
偿还债务所支付的现金				10000.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	432.10	2171.15	402.46	835.33
支付的其他与筹资活动有关的现金				
现金流出小计	432.10	2171.15	402.46	10835.33
筹资活动产生的现金流量净额	-432.10	7828.85	-1911.79	15364.67
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	9732.51	-14953.07	-253.64	904.79

附表 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率 (%)
一、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			
其他			
二、将净利润调节为经营活动的现金流量			
净利润	6079.09	7423.13	22.11
加: 未确认投资损失 (以“+”号填列)			
加: 少数股东损益			
计提的资产减值准备			
固定资产折旧	1810.86	2029.27	12.06
无形资产摊销	2.34	2.34	0.00
长期待摊费用摊销			
待摊费用减少 (减: 增加)			
预提费用增加 (减: 减少)			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (减: 收益)			
固定资产报废损失			
财务费用	432.10	2171.15	402.46
投资损失 (减: 收益)			
递延税款贷项 (减: 借项)			
存货的减少 (减: 增加)	-6775.29	-21092.85	211.32
经营性应收项目的减少 (减: 增加)	-11876.81	9637.66	-181.15
经营性应付项目的增加 (减: 减少)	20301.60	-22519.48	-210.92
其他	427.08	0.00	-100.00
经营活动产生的现金流量净额	10400.96	-22348.79	-314.87
三、现金及现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	17160.76	2207.70	-87.14
减: 现金的期初余额	7428.25	17160.76	131.02
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	9732.51	-14953.07	-253.64

附件 4 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	14.50	15.84	--
存货周转次数(次)	25.37	16.97	--
总资产周转次数(次)	3.49	4.54	--
现金收入比(%)	112.33	99.90	108.15
盈利能力			
主营业务利润率(%)	3.66	3.20	4.11
总资本收益率(%)	6.13	12.05	--
净资产收益率(%)	11.13	11.97	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	12.90
全部债务资本化比率(%)	48.59	22.49	28.25
资产负债率(%)	51.69	25.33	30.50
偿债能力			
流动比率(%)	164.92	323.13	423.47
速动比率(%)	139.46	152.21	269.30
经营现金流动负债比(%)	17.80	-106.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	23.96	6.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.99	1.27	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.20	-1.27	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	23.53	-10.28	--

注：公司 2011 年上半年财务数据未经审计。

附件 5 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
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额
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/本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	现金类资产/本期债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 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。

跟踪评级公告

联合[2011] 1097 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江苏协联热电集团有限公司主体长期信用等级为A，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月三十日



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>

江苏协联热电集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A 评级展望: 稳定
上次评级结果: A 评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2011 年 12 月 30 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	11 年 6 月
现金类资产(亿元)	2.90	3.15	4.01
资产总额(亿元)	18.14	18.28	21.97
所有者权益(亿元)	8.54	8.22	8.14
短期债务(亿元)	6.75	7.02	8.52
全部债务(亿元)	6.75	7.02	10.52
营业收入(亿元)	12.32	13.37	6.58
利润总额(亿元)	2.03	0.73	-0.08
EBITDA(亿元)	3.44	2.18	--
经营性净现金流(亿元)	0.39	1.98	-0.62
营业利润率(%)	18.72	9.08	3.66
净资产收益率(%)	19.02	6.98	--
资产负债率(%)	52.93	55.00	62.95
全部债务资本化比率(%)	44.17	46.06	56.38
流动比率(%)	76.34	83.23	102.72
全部债务/EBITDA(倍)	1.96	3.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.81	6.30	--
经营现金流流动负债比(%)	4.02	19.66	--

注: 公司自 2010 年起执行《企业会计准则[2006]》, 2009 年数据为年初调整数; 公司 2011 年上半年财务数据未经审计。

分析师

高景楠

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

江苏协联热电集团有限公司(以下简称“公司”)主要从事火电和蒸汽产品的生产和销售, 属热电联产企业, 受国家相关产业政策扶持。跟踪期内, 公司上网电量及蒸汽产量继续增长, 盈利能力较高的蒸汽业务所占比持续提高, 收入规模有所上升; 但由于电煤价格涨幅较大, 加大了公司的燃料成本, 公司盈利水平下滑。公司现金流规模持续加大, 债务负担明显加重。

未来, 随着公司所在地区经济水平的持续增长、蒸汽业务的继续发展以及国内电价体制改革的逐步推进, 公司收入规模有望继续提升, 并相应改善自身盈利能力。

综上, 联合资信评估有限公司维持公司 A 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司是江苏省内具有一定规模的热电联产企业, 供热管线覆盖了宜兴经济开发区大部分地区, 供热业务在区域内占垄断地位。
2. 跟踪期内, 公司蒸汽产量及价格增幅较大, 上网电量稳定增加, 收入规模继续上升。
3. 跟踪期内, 公司蒸汽收入占比持续提高, 在一定程度上缓解了电力盈利能力下滑带来的压力。

关注

1. 跟踪期内, 电煤价格大幅上涨, 公司成本压力加大, 盈利能力相应下滑。
2. 公司有息债务主要为短期债务, 债务结构有待改善。
3. 公司对外担保规模较大, 存在一定的或有负债风险。

一、企业基本情况

江苏协联热电集团有限公司(以下简称“公司”)前身是由宜兴热电厂、香港亿贝国际有限公司于1994年4月出资组建的中外合资企业宜兴亿达热电有限公司,初始注册资本为2360.7万美元。1994年11月,经过股东变更及增资,注册资本增加至6000万美元,更名为宜兴协联热电有限公司。后又经过多次股东变更,截至2011年6月底,公司注册资本6000万美元,其中中国联信托股份有限公司持股50%,外方(协联大众有限公司和协联投资(中国)有限公司)合计持股50%,国联信托股份有限公司实际控制人为无锡市国资委。

2011年9月19日,公司发布《关于宜兴协联热电有限公司更名为江苏协联热电集团有限公司及债务继承的公告》。根据公告,公司名称变更为“江苏协联热电集团有限公司”(现名);法定代表人由陈如竹变更为周云;原宜兴协联热电有限公司债权债务关系以及在中国银行间协会的会员资格均由公司承继。

公司经营范围为生产销售火电和蒸汽产品。截至2011年6月底,公司共拥有6台热电联产机组,总装机容量41万千瓦。

2010年12月,公司将全资子公司桦川协联生物质能热电有限公司转让给华电集团,由于该公司转让前一直处于停工状态,因此该公司的转让对公司经营情况影响不大。

截至2010年底,公司(合并)资产总额为18.28亿元,所有者权益为8.22亿元,2010年,公司实现营业收入13.37亿元,利润总额0.73亿元。

截至2011年6月底,公司(合并)资产总额为21.97亿元,所有者权益为8.14亿元;2011年1~6月,公司实现营业收入6.58亿元,利润总额-0.08亿元。

公司注册地址:江苏省宜兴市宜城镇北郊;法定代表人:周云。

二、经营管理分析

1. 行业分析

公司主要从事火电和蒸汽产品的生产和销售,属热电联产企业,公司所处行业符合国家产业扶持政策。

热电行业分析

热电联产是热能和电能联合生产的一种高效能源生产方式。与热电分产相比,可以显著提高燃料利用率,是全球公认的节约能源、改善环境、增强城市基础设施功能的重要措施,具有良好的社会、环境和经济效益,作为循环经济的重要技术手段,受到了世界各国的高度重视。

近年来,中国的热电联产得到迅速发展。

“十一五”期间,全国新增供热机组装机容量约6000万千瓦,到2010年供热机组装机总容量达到13000万千瓦,约占同期全国火电机组装机总容量的18.2%,占全国发电机组总容量的17%左右,节能潜力巨大。

虽然热电联产符合目前中国节能减排政策,能够得到国家以及地方政府的政策支持,行业政策环境良好,但是,由于目前中国热电企业没有自主制定上网电价以及供热价格的权利,以及煤电联动、煤热联动政策落实不到位,绝大多数热电企业在电煤价格大幅上涨的情况下面临亏损。

煤炭价格及上网电价分析

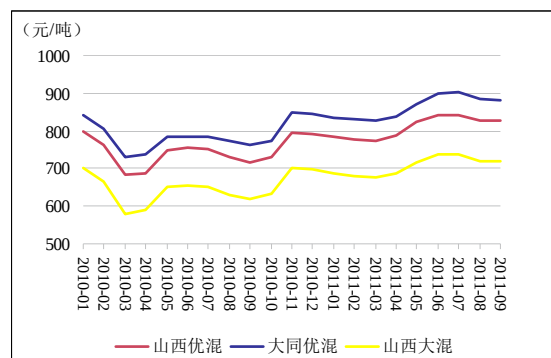
目前电力生产的企业的上网电价仍由国家发改委确定,企业只是电价的被动接受者。而对热电企业来说,占生产成本60%以上的电煤的价格已逐步实现了市场化,因此电煤价格的波动成为了目前影响电力企业稳定经营的主要风险。

2010年中国电煤价格普遍高于2009年。2010年初,延续2009年底煤炭价格上涨势头,市场煤价格继续攀升,到1月中旬,秦皇岛港发热量5500大卡动力煤涨到了805元/吨。进入春节后,电力需求减弱,市场煤价格持续下

跌至3月中旬，进入了煤炭季节性需求淡季。但受西南干旱、世博会即将召开等因素影响，发电企业加大储备煤炭力度，市场煤价呈小幅反弹趋势，秦皇岛5500大卡动力煤从3月中旬的675元/吨逐步涨到7月中旬的755元/吨，出现了在往年需求淡季，价格反而不降的现象。进入下半年，随着国家宏观政策效果逐步显现，电力需求增速逐步减缓，加之水电增发，电煤需求减弱，电煤供需形势较为平稳，价格小幅回落，出现了在往年的需求旺季，价格反而不涨的现象。进入四季度，随着冬季储煤高峰的到来，加之进入供暖期后，用电负荷及供热负荷大幅攀升，部分地区出现电煤供应紧张局面，市场煤价开始上涨，秦皇岛发热量5500大卡动力煤由9月中旬的715元/吨，一直上涨到12月初的805元/吨。2010年，电煤价格上涨，以及央行连续加息使国内火电行业燃料成本上升、财务费用加大。国家统计局数据显示，2010年1-11月，火电行业亏损面达到43%，比去年同期增加了8个百分点；全国火电企业资产负债率为74.3%，比上年同期提高2.4个百分点。

2011年上半年，国内煤价承接2010年底升势继续上涨，尤其是二季度以来，国内煤价连涨数周，2011年6月1日，秦皇岛发热量5500大卡动力煤价格达到835~845元/吨，比3月末价格上涨约65元/吨。煤价上涨动力主要来源于两个方面：①美国2010年底开始实施第二轮定量宽松货币政策，导致美元指数持续下跌，全球大宗商品价格大幅上涨。②上半年南方汛期延迟，加上淡季电荒出现，加剧了国内煤炭供应紧张，导致二季度以来国内煤价大幅上涨。根据国家统计局统计，2011年1-6月，火电生产企业实现利润总额87.25亿元，同比下降48.28%。同时，贷款利率持续上升进一步增加了火电企业利息支出。

图1 2010-2011年9月秦皇岛动力煤价格变动情况



资料来源：中国煤炭工业协会

伴随着煤炭市场完全放开，而电价依然受政府管制，上下游价格信号失真，缺乏相应的传导机制，造成煤电价格矛盾极为突出。国家有关部门多次采取临时性干预措施，但往往只是在短期见效，长期来看，最终到达消费端的煤炭价格依然居高不下，发电企业为了保证电力供应承受着高额购煤费用。

为了减缓煤价上涨给发电企业带来的成本压力，我国从2004年开始实施了煤电价格联动机制以来进行了多次上网电价调整。跟踪期内，中国又进行了三次上网电价调整：国家发改委自2011年4月10日起，上调亏损严重的河北、山西、山东等12省市火电上网电价；6月1日起，上调煤电矛盾同样突出的湖南、安徽以及江西3省火电上网电价。2011年6月2日，国家发改委发布《关于适当调整电价有关问题的通知》，通知指出：为了补偿火力发电企业因电煤价格上涨增加的部分成本，缓解电力企业经营困难，保障正常合理的电力供应，将适当提高火电企业上网电价；重点提高山西等15个省市统调火电企业上网电价；同时山西等15个省市火电企业上网电价调整后，销售电价相应调整。电价虽有所调整，但与电煤价格的上涨相比，火电上网电价上涨的幅度有限。从实际效果看，火电企业并未表现出持续的发电积极性。在刚刚上调上网电价时，电厂基本停止了亏损，但随着动力煤价格的上扬，基本上“对冲”了电价上调给火电企业带来的利润空间。

发展前景

一方面，未来中国对高耗能产业的调控力度将加强，以压制增长过快的用电需求，其中最可行的方法可能体现在价格手段上，因此电价上涨可能性很大。另一方面，由电煤价格市场化、电价管制所导致的电力企业政策性亏损不具有持续性，随国内电价体制改革的逐步推进，电力企业的盈利稳定性有望逐步改善。

区域经济环境分析

公司是宜兴市最主要的集中供热热源企业，承担着宜兴经济技术开发区及周边工业区的集中供热任务，其在宜兴地区的市场份额占到了 2/3 以上。

江苏省宜兴市是沪宁杭三大都市圈的重要节点城市，距离沪、宁、杭三大城市车程约为 1~1.5 小时。2 小时经济圈覆盖了上海、南京、杭州、苏州和无锡等 16 个大中城市，近 1 亿人口。

2010 年，全市地区生产总值首次突破八百亿元大关，达到 805.82 亿元，按不变价格计算，增长 13.4%。全市工业经济保持良好的发展态势，工业生产平稳较快增长。2010 年全市工业总产值完成 2300.17 亿元，增长 27.2%，增幅比上年提高 22.1 个百分点。其中规模工业完成总产值 1973.33 亿元，增长 26.1%，增幅比上年提高 20.8 个百分点。2010 年，全市全社会用电量为 80.91 亿千瓦时，同比增长 11.6%，增幅比上年提高 5.3 个百分点。其中，工业用电量为 66.45 亿千瓦时，同比增长 10.1%。电力、热力的生产和供应业同比增长 9.4%。

2. 经营状况

经营概况

公司主营业务为生产火电和蒸汽产品，2010 年公司火电及蒸汽产品合计实现收入 12.95 亿元，占 2010 年营业收入的 96.85%，主营业务突出。其中，电力产品销售给华东电网，通过江苏省电力公司进行电费结算；蒸汽产品主要供给宜兴市经济开发区内企业，并延伸至周边地区企业。2010 年，公司实现主营业务收入 129476 万元，同比增长 9.26%。2011 年 1-6 月，公司实现主营业务收入 60474 万元，占 2010 年全年的 46.71%，同比下降 7.49%，系电力产品收入减少所致。跟踪期内，由于蒸汽产品收入的大幅上升，公司蒸汽产品收入占比持续上升，2010 年和 2011 年上半年，分别上升至 28.10%和 32.00%；相应地，电力产品收入占比分别下降至 71.90%和 68.00%。

2010 年 12 月 23 日，公司将全资子公司桦川协联生物质能热电有限公司转让给华电集团，协议转让款为 3762 万元，截至 2010 年底尚余 2937.60 万元未到帐，计入其他应收款科目；截至目前该项转让款已全部到账。由于该公司转让前一直处于停工状态，因此该公司的转让对公司经营情况影响不大。公司对合营公司宜兴协联生物化学有限公司持股 50%，目前公司未将该公司纳入合并报表。宜兴协联生物化学有限公司主要从事食品添加剂柠檬酸、柠檬酸钾、柠檬酸钠的生产和销售，具有年产柠檬酸及盐类合计 8 万吨的规模。截至 2010 年底，宜兴协联生物化学有限公司总资产为 47207 万元，净资产 12314 万元，2010 年实现主营业务收入 52013 万元，净利润 372 万元，资产规模及主营业务收入均较 2009 年的 39928.62 万元和 40520.37 万元有较大提升。

表1 2009-2011年上半年公司主营业务收入构成（单位：万元，%）

项 目	2009 年		2010 年		2011 年 1-6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	118504	100.00	129476	100.00	60474	100.00
其中：电力	91586	77.29	93074	71.90	41123	68.00
蒸汽	26918	22.71	36402	28.10	19351	32.00

资料来源：公司提供

火电业务

截至 2011 年 6 月底，公司拥有六台火电机组，均为现役热电联产机组（2×15MW+2×55MW+2×135 MW），装机容量合计 41 万千瓦，年可发电量达 28 亿千瓦时。

2010 年，公司累计发电量为 26.9 亿千瓦时，同比增长 3.46%；发电量占公司年可发电量的 96.07%，机组利用率较高。2011 年 1-6 月，公司累计发电量 11.9 亿千瓦时，占 2010 年全年的 44.24%。

表 2 公司发电量指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年上半年
装机容量（万千瓦）	41	41	41
发电量（亿千瓦时）	26.0	26.9	11.9
上网电量（亿千瓦时）	23.5	24.1	10.5
发电原煤单价（元/吨）	582	641	712
平均上网电价(含税)	456.03	451.71	456.5

资料来源：公司提供

目前中国的电力企业仍无自主定价的权利，上网电价由政府统一定价。2010 年和 2011 年上半年，公司平均上网电价分别为 451.71 元/千瓦时和 456.5 元/千瓦时，平均上网电价的波动主要系公司不同装机容量热发电机组发电结构变动导致（不同装机容量热发电机组发电电价不同）；发电原煤单价分别为 641 元/吨和 712 元/吨，原煤单价持续较快上升。

2010 年，在发电量提高的带动下，公司实现电力产品收入 93074 万元，同比增长 1.62%。2011 年上半年，由于上网电量相对较低，公司电力产品收入 41123 万元，占 2010 年全年的 44.18%。

蒸汽业务

目前公司热网主管线总长 40 公里，供热半径 15 公里，热用户 150 余家，平均热负荷 250T/H，最高负荷已超过 300T/H。公司目前供热量约占宜兴全市供热总量的 2/3 以上。

跟踪期内，公司蒸汽产品需求持续提高，

蒸汽收入呈增长态势，2010 年和 2011 年上半年，公司蒸汽收入在总收入中的占比分别上升至 28.10%和 32.00%。

2010 年，公司蒸汽产销量均实现较快增长，2010 年产量为 260 万吨，同比增长 13.04%，销售量为 235 万吨，同比增长 21.13%。2011 年 1-6 月，公司蒸汽产量和销量分别为 119 万吨和 105 万吨，产销规模较为稳定。2010 年和 2011 年 1-6 月，公司产销率分别为 90.38%和 88.24%，较 2009 年的 84.35%有较大提升（详见下表）。

表 3 公司蒸汽产品产量（单位：万吨）

项 目	2009 年	2010 年	2011 年上半年
产能	260	280	280
产量	230	260	119
销量	194	235	105
产销率（%）	84.35	90.38	88.2
售汽价格（元/吨）	156.50	181.74	191.8

资料来源：公司提供，其中售汽价格为含税平均价。

从蒸汽销售价格看，目前宜兴市物价局负责公司蒸汽产品定价的审批，同时企业可根据煤炭价格情况适当浮动，上浮幅度最高为 10%，下浮不限。2009 年 6 月 1 日至 2010 年 11 月 24 日，根据宜价[2009]第 38 号文，宜兴市热力（蒸汽）价格执行每吨 166 元。2010 年 11 月 24 日，宜兴市物价局发布了《关于调整蒸汽价格的通知》（宜价[2010]第 86 号文），宜兴市热力（蒸汽）价格由 166 元/吨上调至 195 元/吨，每吨上调 29 元，从 2010 年 11 月 25 日执行。2010 年，公司售汽均价为 181.74 元/吨，较 2009 年上涨了 16.13%；2011 年上半年，公司售汽均价为 191.8 元/吨，较 2010 年进一步上涨了 5.54%。

2010 年，在公司蒸汽销量及价格均较大增长下，公司实现蒸汽产品收入 36402 万元，同比增长 35.24%。2011 年上半年，公司蒸汽产品收入实现 19351 万元，占 2010 年全年的 53.16%。

目前宜兴市蒸汽价格与周边地区相比（苏州市目前蒸汽价格为 235 元/吨），仍有一定的

价格提升空间。

进入 2011 年以来,由于受各种因素及煤炭消费市场的多种影响,煤炭价格大幅上涨,蒸汽产品价格上浮预期强烈,预计未来蒸汽产品收入将继续提高。

燃料采购及成本控制

公司为热电联产企业,煤是公司最主要的原料,在总成本中所占比重超过70%。公司所用电煤需要对外采购,公司的燃煤供应商主要为管理层持股的宜兴市协联报春电力燃料有限公司,供应量占公司采购量的50%以上。

跟踪期内,煤炭价格总体呈上涨态势,公司煤炭采购价格相应提高。2010年,公司原煤不含税的平均采购价格为641元/吨,较2009年的582元/吨的平均采购价格增加了59元/吨;公司耗用原煤合计达199万吨,全年因燃煤价格上涨导致成本有所增加。

表 4 公司原煤采购情况

项 目	2009 年	2010 年	2011 年 上半年
原煤采购均价(不含税)(元/吨)	582	641	712
原煤耗用量(万吨)	185	199	94

资料来源:公司提供

三、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2010年度合并财务报表经江苏公证天业会计师事务所有限公司审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2011年1-6月报表未经审计。公司自2010年起执行新会计准则,为了具有可比性,本报告2009年数据采用2010年进行追溯调整的期初数。2010年,公司合并范围减少桦川协联生物质能热电有限公司一家子公司。对公司财务数据影响较小。

截至 2010 年底,公司(合并)资产总额为 18.28 亿元,所有者权益为 8.22 亿元,2010 年,公司实现营业收入 13.37 亿元,利润总额 0.73 亿元。

截至2011年6月底,公司(合并)资产总额

为21.97亿元,所有者权益为8.14亿元; 2011年1~6月,公司实现营业收入6.58亿元,利润总额-0.08亿元。

2. 盈利能力

2010年,由于蒸汽收入增长较快,公司实现营业收入13.37亿元,同比增长8.49%。由于电煤价格的大幅上涨,公司营业成本增幅大于营业收入,营业成本同比增速为21.35%,达到12.15亿元。

2010年公司三项期间费用合计5549.15万元,期间费用率为4.15%,期间费用控制力较强。

2010年,营业成本的大幅增加使公司营业利润出现了较快下滑,下滑幅度为66.11%,实现营业利润6638.83万元。相应地,公司利润总额同比下降63.85%,至7340.88万元。

从盈利指标看,受煤炭价格影响,公司总资产收益率和净资产收益率在2010年有较大幅度的下降,分别为6.03%和6.98%,较高的运营成本使公司整体盈利能力减弱。

2011年1-6月,由于煤炭价格继续快速上涨,公司发电机组利用率下降,上网电量较低,拉低公司收入规模,公司实现主营业务收入6.05亿元,同比下降7.48%;营业收入6.58亿元,占2010年全年的49.22%。由于成本的继续上涨,公司总体呈现亏损,实现利润总额-827.93万元。

总体看,公司主营业务突出,2010年公司收入平稳增长,但煤炭价格的上涨加大了公司燃料成本,公司成本涨幅较大,利润规模持续减少,盈利能力减弱。

3. 现金流

2010年,公司经营活动现金流入量为14.82亿元,同比增长1.31%,以销售商品、提供劳务收到的现金为主;经营活动现金流出量为12.84亿元,同比下降9.83%,以购买商品、接受劳务支付的现金为主。2010年公司经营活动现金流量净额为1.98亿元,较上年度的0.39亿元大幅增长。2010年公司现金收入比为109.75%,继续保

持较高水平。

跟踪期内，公司无重大投资活动，投资活动现金流量规模较小，2010年底公司投资活动现金流量净额为-5084.52万元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。

2010年，公司筹资活动现金流入主要为银行借款，筹资活动现金流出主要为借款的还本付息，总体规模不大。2010年公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.20亿元。

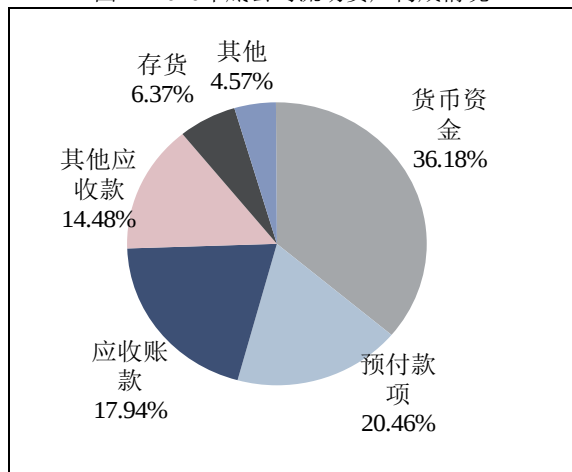
总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量规模保持稳定，经营活动现金净流量较快增长，经营活动获取现金能力增强。

4. 资本及债务结构

截至2010年底，公司合并资产总额为18.28亿元，同比增长0.79%，资产规模与上年基本持平。其中，由于其他应收款及货币资金较快增加，流动资产占比较上年上升4.1个百分点，为45.78%；非流动资产占54.22%。

截至2010年底，公司流动资产8.37亿元，同比增长14.18%，主要来源于其他应收款和货币资金的增加。公司流动资产主要由货币资金、预付款项、应收账款和其他应收款构成。

图2 2010年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

截至2010年底，公司货币资金3.03亿元，同比增长9.63%，主要来自银行存款的增加。公司货币资金结构仍以承兑汇票保证金为主，占

2010年底公司货币资金总额的76.42%。2010年底，公司应收账款及预付款项规模较上年底均变化不大，应收账款主要为应收电费和蒸汽费，预付款项主要为预付燃料费。2010年底，公司其他应收款由上年底的2651.40万元增长到12118.84万元，主要是应收华电集团股权转让款以及关联单位往来款等。

截至2011年6月底，公司流动资产合计12.15亿元，较2010年底增长45.22%，主要是其他应收款、预付款项和货币资金大幅增加所致。其中，其他应收款增加1.66亿元，系公司与合营单位宜兴协联生物化学有限公司往来款大幅增加所致。

截至2010年底，公司非流动资产为9.91亿元，同比下降了8.30%，主要为固定资产和长期股权投资减少所致。公司非流动资产结构仍以固定资产为主，占80.48%；另外，长期股权投资和无形资产占比也较大，分别为9.64%和7.32%。

2010年底，公司固定资产7.98亿元，同比下降10.15%，主要系累计折旧增加所致；长期股权投资9551.22万元，同比减少28.44%，系公司转让桦川协联生物质能热电有限公司所致；无形资产7251.10万元，较上年底增加5011.10万元，主要系土地使用权增加所致。

截至2011年6月底，公司非流动资产合计9.82亿元，与2010年底相比变化不大。其中，持有至到期投资4200万元，较2010年底有较大增长，主要系金融理财产品增加所致。

总体看，公司资产中流动资产和非流动资产占比较接近。流动资产中以货币资金、预付款项、应收账款和存货为主，但货币资金中大部分为保证金存款，流动性一般；非流动资产以长期投资和固定资产为主。公司整体资产质量一般。

截至2010年底，公司所有者权益合计8.22亿元，与上年相比略有减少，公司无少数股东权益；所有者权益结构仍以实收资本和未分配利润为主，占比分别为60.73%和32.30%，盈余

公积和资本公积分别占6.65%和0.32%。2011年6月底，公司所有者权益合计8.14亿元，较2010年底进一步减少，主要系盈利降低导致未分配利润有所下降所致。

跟踪期内，公司负债规模变化不大，2010年底为10.05亿元，同比微增4.73%，仍全部为流动负债。公司流动负债主要以应付票据、短期借款、应付股利为主。2010年底，公司短期借款同比增长11.01%，达到2.47亿元，其中保证借款1.30亿元，占比为52.63%；应付票据同比增长15.91%，达到4.55亿元，主要为银行承兑汇票；应付股利同比增长46.95%，达到1.57亿元。

从债务结构来看，2010年，公司全部债务达到7.02亿元，同比增长了4%，全部为短期债务，债务结构有待优化。

2010年，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为55%和46.06%，分别较上年上升2.07个百分点和1.89个百分点，但仍保持合理水平。

截至2011年6月底，公司负债总额13.83亿元，较2010年底增长37.55%，主要来源于长短期借款的增加，其中，短期借款增加1.02亿元；长期借款增加2亿元，为公司发行的2亿元江苏省宜兴市中小企业2011年度第一期集合票据。2011年6月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为62.95%和56.38%，债务负担明显上升。

总体看，跟踪期内，公司负债规模变化不大，负债结构仍全部为流动负债；有息债务规模明显扩大，债务规模上升。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2010年公司流动比率和速动比率分别为83.23%和77.93%，与上年相比均略有上升；由于经营活动现金流量净额大幅增长，公司经营现金流动负债比由上年的4.02%上升至19.66%；同时，公司经营活动产生的现金流入稳定且保持较大的规模，公司短

期偿债能力稳中有升。

从长期偿债能力指标看，2010年公司EBITDA为2.18亿元，同比下降36.63%，主要系成本增加导致公司利润减少所致。由于利润的大幅减少，2010年公司EBITDA利息倍数为6.30倍，较上年的11.81倍较大下滑；全部债务/EBITDA由2009年的1.96倍上升至3.22倍。总体看，公司对债务整体保护能力有所下降。

截至2010年底，公司为合营公司宜兴协联生物化学有限公司12360万元银行借款提供担保，对外担保比率为15.03%，存在一定的或有负债风险。

公司长期与银行保持着良好的合作关系。截至2011年6月底，公司共获得兴业银行、农业银行、中国银行、工商银行、招商银行等银行授信8.6亿元，已基本全部使用完毕。

6. 本期票据偿还能力分析

公司于2011年1月26日发行江苏省宜兴市中小企业2011年度第一期集合票据（以下简称“本期票据”）2亿元，发行期限为2年，采用固定利率支付方式付息，票面利率为5.4%。

以2010年财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对本期票据的保护倍数分别为1.09倍、7.41倍和0.99倍。公司EBITDA和经营性现金流入量对本期票据覆盖程度较高。

截至2011年6月底，公司现金类资产为4.01亿元，为本期票据发行额度的2.00倍，考虑到目前公司现金类资产主要为保证金，现金类资产对本期票据的保障能力一般。

综合考虑，联合资信维持公司A的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

附件 1-1 2010 年公司资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年期初数	2010 年期末数	变动率(%)	2011 年 6 月底
流动资产：				
货币资金	27614.53	30273.82	9.63	38494.34
交易性金融资产				
应收票据	1422.78	1231.07	-13.47	1582.12
应收账款	15863.90	15012.71	-5.37	13277.04
预付款项	18457.58	17116.52	-7.27	27227.67
应收利息				
应收股利				
其他应收款	2651.40	12118.84	357.07	28748.02
存货	5226.58	5326.84	1.92	9003.18
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	2043.59	2593.91	26.93	3179.93
流动资产合计	73280.36	83673.71	14.18	121512.30
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资	700.00	700.00	0.00	4200.00
长期应收款				
长期股权投资	13346.49	9551.22	-28.44	9601.22
投资性房地产				
固定资产	88776.50	79763.12	-10.15	74558.26
在建工程	2995.84	1825.17	-39.08	2898.42
工程物资	17.36	17.36	0.00	-195.89
油气资产				
无形资产	2240.00	7251.10	223.71	7096.08
开发支出				
商誉				
长期待摊费用				
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	108076.19	99107.96	-8.30	98158.09
资产总计	181356.54	182781.67	0.79	219670.39

附件 1-2 2010 年公司资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年期初数	2010 年期末数	变动率(%)	2011 年 6 月底
流动负债：				
短期借款	22250.00	24700.00	11.01	34900.00
交易性金融负债				
应付票据	39280.00	45530.00	15.91	50280.00
应付账款	3313.75	2865.35	-13.53	7157.63
预收款项	453.55	610.29	34.56	551.85
应付职工薪酬	1155.51	1427.47	23.54	1541.95
应交税费	3112.51	4745.04	52.45	3992.39
应付利息				
应付股利	10683.72	15699.89	46.95	15199.89
其他应付款	9747.59	4959.37	-49.12	4665.99
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	95996.63	100537.41	4.73	118289.71
非流动负债：				
长期借款				20000.00
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计				20000.00
负债合计	95996.63	100537.41	4.73	138289.71
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	49947.22	49947.22	0.00	49947.22
资本公积	0.00	264.99		264.99
专项储备				
盈余公积	4291.08	5469.45	27.46	5469.45
未分配利润	31121.61	26562.60	-14.65	25699.01
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	85359.91	82244.27	-3.65	81380.68
少数股东权益				
所有者权益（或股东权益）合计	85359.91	82244.27	-3.65	81380.68
负债和所有者权益（或股东权益）总计	181356.54	182781.67	0.79	219670.39

附件 2 公司损益表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年 上年数	2010 年 本年数	变动率(%)	2011 年 1-6 月
一、营业收入	123223.09	133684.09	8.49	65802.76
减: 营业成本	100116.01	121491.53	21.35	63374.16
营业税金及附加	42.66	57.56	34.93	18.49
销售费用				
管理费用	2105.72	2595.62	23.27	1710.94
财务费用	1989.80	2953.53	48.43	1718.68
资产减值损失	52.79	69.07	30.84	
加: 公允价值变动收益 (损失以 “—”号填列)				
投资收益 (损失以“—”号填 列)	672.28	122.07	-81.84	192.68
汇兑收益 (损益以“—”号添 列)				
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	19588.38	6638.83	-66.11	-826.83
加: 营业外收入	778.05	762.11	-2.05	
减: 营业外支出	56.96	60.06	5.44	1.09
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填 列)	20309.47	7340.88	-63.85	-827.93
减: 所得税费用	4072.08	1601.38	-60.67	
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	16237.39	5739.50	-64.65	-827.93
其中: 归属于母公司所有者的净利 润	16237.39	5739.50	-64.65	-827.93
少数股东损益				

附件 3-1 公司现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2010 年 上年数	2010 年 本年数	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	139929.69	146723.95	4.86
收到的税费返还	671.38	578.11	-13.89
收到其他与经营活动有关的现金	5649.43	860.84	-84.76
经营活动现金流入小计	146250.50	148162.90	1.31
购买商品、接受劳务支付的现金	129012.67	116809.90	-9.46
支付给职工以及为职工支付的现金	4677.53	5250.73	12.25
支付的各项税费	7877.94	5180.06	-34.25
支付其他与经营活动有关的现金	826.58	1157.00	39.97
经营活动现金流出小计	142394.71	128397.69	-9.83
经营活动产生的现金流量净额	3855.78	19765.21	412.61
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	0.00	734.40	
取得投资收益收到的现金	31.69	10.01	-68.42
处置固定资产、无形资产和其他长期资产 收回的现金净额	7.59	0.00	
处置子公司及其他营业单位收到的现金净 额			
收到其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流入小计	39.28	744.41	1795.23
购建固定资产、无形资产和其他长期资产 支付的现金	3204.85	4778.42	49.10
投资支付的现金	200.00	50.00	-75.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净 额			
支付其他与投资活动有关的现金		1000.00	
投资活动现金流出小计	3404.85	5828.42	71.18
投资活动产生的现金流量净额	-3365.57	-5084.02	51.06
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金			
取得借款收到的现金	30450.00	32304.86	6.09
发行债券收到的现金			
收到其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计	30450.00	32304.86	6.09
偿还债务支付的现金	36672.56	35854.86	-2.23

分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6799.37	8461.76	24.45
支付其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流出小计	43471.93	44316.62	1.94
筹资活动产生的现金流量净额	-13021.93	-12011.76	-7.76
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-5.60	-10.14	81.10
五、现金及现金等价物净增加额	-12537.32	2659.29	-121.21
加：期初现金及现金等价物余额	40151.85	27614.53	-31.22
六、期末现金及现金等价物余额	27614.53	30273.82	9.63

附表 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年 上年数	2010 年 本年数	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	16237.39	5739.50	-64.65
加: 资产减值准备	52.79	69.07	30.84
固定资产折旧及其他	10998.45	10695.33	-2.76
无形资产摊销	192.00	310.03	61.47
长期待摊费用摊销			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“一”号填列)			
固定资产报废损失(收益以“一”号填列)			
公允价值变动损失(收益以“一”号填列)			
财务费用(收益以“一”号填列)	1799.37	3471.90	92.95
投资损失(收益以“一”号填列)	-672.28	-122.07	-81.84
递延所得税资产减少(增加以“一”号填列)			
递延所得税负债的增加(减少以“-”填列)			
存货的减少(增加以“一”号填列)	-1263.86	-100.26	-92.07
经营性应收项目的减少(增加以“一”号填列)	-1266.49	-3997.28	215.62
经营性应付项目的增加(减少以“一”号填列)	-22223.42	3698.98	-116.64
其他			
经营活动产生的现金流量净额	3855.78	19765.21	412.61
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
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变动情况:			
现金的期末余额	27614.53	30273.82	9.63
减: 现金的期初余额	40151.85	27614.53	-31.22
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	-12537.32	2659.29	-121.21

附件 4 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	7.13	7.97	--
存货周转次数(次)	19.16	23.02	--
总资产周转次数(次)	0.68	0.73	--
现金收入比(%)	113.56	109.75	104.77
盈利能力			
营业利润率(%)	18.72	9.08	3.66
总资本收益率(%)	12.53	6.03	--
净资产收益率(%)	19.02	6.98	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	19.73
全部债务资本化比率(%)	44.17	46.06	56.38
资产负债率(%)	52.93	55.00	62.95
偿债能力			
流动比率(%)	76.34	83.23	102.72
速动比率(%)	70.89	77.93	95.11
经营现金流动负债比(%)	4.02	19.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.81	6.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.96	3.22	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.01	0.21	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.17	4.24	--

注：公司 2011 年上半年数据未经审计。

附件 5 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
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额
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/本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	现金类资产/本期债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据

全部债务=(长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 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。