

跟 踪 评 级 公 告

联合[2013] 1139 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持“12丰城 SMECN1” 的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年七月二十六日



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>

江西丰城2012年度第一期中小企业集合票据

跟踪评级报告

本期集合票据信用

跟踪评级结果	AAA
上次评级结果	AAA

本期集合票据要素

债券简称	12 丰城 SMECN1
发行额度	1.70 亿元
发行时间	2012 年 7 月 18 日
期限	2 年

主体长期信用

	本期集合票据发行企业	上次评级结果	跟踪评级结果
1	江西恒泰塑料制品有限公司	BBB-/稳定	BBB-/稳定
2	江西斯米克陶瓷有限公司	BBB-/稳定	BBB-/稳定
	本期集合票据担保人	上次评级结果	跟踪评级结果
	中国长城资产管理公司	AAA	AAA

跟踪评级时间：2013 年 7 月 26 日

分析师

张丽 高延龙 贺苏凝

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，国际经济复苏缓慢，中国经济增速有所回落，中小企业经营波动风险加大，景气度下降。为此，国家和地方政府不断出台相关扶持政策，为中小企业的持续发展提供支撑。

江西丰城 2012 年度第一期中小企业集合票据发行企业在跟踪期内保持了较为稳定的发展势头，生产经营及财务状况基本保持良好。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，两家发行人生产和销售均受其母公司影响大，经营独立性不强；发行人江西恒泰塑料制品有限公司对外担保比率较高；发行人江西斯米克陶瓷有限公司与其母公司往来款较大。

本期集合票据由中国长城资产管理公司（以下简称“长城资产”）提供不可撤销的收购承诺。联合资信评定，长城资产主体长期信用等级为 AAA，担保实力很强，其担保对本期集合票据的信用水平提升作用大。

综合看，基于长城资产担保的持续有效，本期集合票据不能按期还本付息的风险极低，联合资信维持“12 丰城 SMECN1”信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内，宜春市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，本期集合票据发行企业表现出了较好的经营态势，资产和收入规模持续增长，经营及财务状况基本稳定。
3. 长城资产担保实力很强，其担保对本期集合票据信用水平提升作用大。

关注

1. 本期集合票据的发行企业全部为中小企业，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。
2. 两家发行人生产和销售均受其母公司影响大，经营独立性不强；发行人恒泰塑料对外担保比率较高；发行人江西斯米克与其母公司往来款较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与江西丰城 2012 年度第一期中小企业集合票据发行人构成委托关系外，联合资信、评级人员与各发行人不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因各发行人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由各发行人提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 1 年内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于江西丰城 2012 年度第一期中小企业集合票据发行企业主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、本期集合票据基本情况

江西丰城 2012 年度第一期中小企业集合票据（以下简称“本期集合票据”）由北京银行股份有限公司组织牵头，联合 2 名发行人按照“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。2012 年 7 月成功发行了本期集合票据，发行总额度为 1.70 亿元（各发行人申请发债额度见表 1），期限为 2 年，采用固息发行，按簿记建档结果确定。还本付息方式为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。各联合发行人仅负责偿还各自本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金；对其他联合发行人本期集合票据发行额度的本金、利息以及可能由此产生的罚息、复利、违约金、损害赔偿金不承担连带责任。

表 1 集合票据发行人及发债额度

集合票据发行人		发债额度（万元）
1	江西恒泰塑料制品有限公司	12000
2	江西斯米克陶瓷有限公司	5000
合计		17000

资料来源：联合资信整理

中国长城资产管理公司（以下简称“长城资产”）对本期集合票据提供不可撤销的收购承诺，如联合发行人未能在本次集合票据到期兑付本息时，则由长城资产履行收购义务。

三、宏观经济

1. 宏观经济

2012 年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012 年，中国实现国内生产总值 519322 亿元，同比增长 7.8%，GDP 前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长 8.1%，二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年，中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%，增速同比回落 3.9 个百分点。分季度看，一季度同比增长 11.6%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%，四季度增长 10.0%。2012 年，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现主营业务收入 915915 亿元，同比增长 11%；规模以上工业企业实现利润 55578 亿元，同比增长 5.3%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8% 和 15.1%。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入；推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建

设；房地产方面，坚持房地产调控不放松。

总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、经营环境

1. 中小企业发展概况

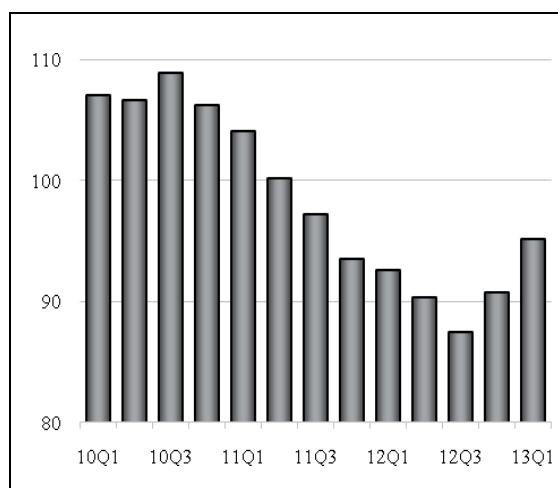
中小企业是国民经济和社会发展的重要组成部分，其在资源配置、技术创新、吸纳就业等方面发挥了举足轻重的作用。中国中小企业国际合作协会发布的《中国中小微企业健康发展报告(2012)》显示，截至 2011 年底，全国工商登记实有企业 1253.1 万户，个体工商户 3756.5 万户，其中中小型企业 1200 多万户，占全国企业总数的 99.7%。其创造的社会总价值约占 GDP 的 60%，实现税利约占全国的 40%，提供了约 80%的就业机会，为扩大就业和维护社会稳定做出突出贡献。中小企业已经成为中国经济发展、市场繁荣和就业扩大的主要促进力量。

从外部发展环境看，自改革开放以来，中国国民经济整体保持了快速发展势头，良好的外部环境也推动了中小民营经济的快速发展。但值得注意的是，有别于大型企业，中小企业一般业务结构相对单一，难以实行多元化经营，经营风险相对集中，一定程度上加大了企业的经营风险，其对宏观经济环境有着更强的敏感性。

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，国内中小企业也受到了较大程度的冲击。2009 年外部经济环境逐步回暖。根据中国中小企业协会数据统计，2010 年三季度中小企业发展指数（SMEDI）达到最高值 108.9，随后在中国经济增长速度逐步

回落的宏观形势下，处于市场经济弱势地位的中小企业发展的景气状况出现逐步下滑的趋势，2012 年第三季度跌至最低点 87.5。2012 年四季度止跌回升，2013 年一季度中小企业发展指数上升幅度有所加大，达 95.2。

图 1 2010 年以来中国中小企业发展指数



资料来源：中国中小企业协会

2011 年以来，原材料价格上涨、劳动力成本上升、国际市场动荡不定的多重压力以及融资更加艰难等因素，使国内中小企业步履维艰。主要表现为：

一是市场需求下行压力加大，企业订单不足。从出口看，受外需疲软影响，以及中小微企业的综合成本上升，中小微企业比较集中的劳动密集型企业的出口份额下降趋势已非常明显。从国内情况看，受钢铁、汽车、机车等行业需求减少影响，大企业将市场压力转嫁到与之配套的中小微企业身上。

二是在多年物价上涨的累积效应和多种因素叠加的影响下，企业成本价格大幅上升。以工业为例，2011 年中小企业主营业务成本同比增长 31.20%，其中小型企业主营业务成本增长了 37.6%。2011 年以来职工工资普遍增长较快，平均达到 20%-30%，有的高达 50%。另外，最低工资标准持续上调，相应社保支出负担也随之加大。

三是融资难没有得到明显缓解。中国从 2009 年以来已连续三年加大了小型微型企业信

贷投放力度，但企业融资渠道缺乏、贷款规模和比重低等问题依然突出。

四是企业税费负担仍然较重。国家出台的结构性减税措施实际执行效果不如预期，针对中小企业的全部财政资金投入不足全国财政收入的 1%，与企业所需支持相比明显不足。此外，提高增值税、营业税起征点后，大量微型企业尽管月收入低于起征点但仍须交税，无法享受此项政策。营业税、增值税并存体制下，服务业重复征税负担重。

五是企业面临用工缺口。近两年来，企业结构性“用工荒”已经从珠三角、长三角等经济发达地区波及主要的内陆省份，招工难已由地区性、季节性难题，演变为普遍性、常态化的难题。据国家统计局抽样统计，2011 年 57.2% 的有招工需求的小型微型企业没有或基本没有招到所需员工。

六是一些资源消耗高、环境污染大的中小企业面临十分紧迫的调整转型升级压力，部分中小企业基础差，管理粗放，创新能力不强，难以适应经济形势变化和转型升级步伐加快的要求，不少中小企业处于不转型难生存、想转型没能力的窘迫境地。

总体看，伴随中国经济的稳步发展，中小企业得到了快速壮大，其在资源配置、技术创新、吸纳就业等方面发挥了举足轻重的作用。但同时中小企业也存在经营规模较小、控制资源有限、内控机制不健全等问题，其经营波动相对较大，个体的抗风险能力有限。尤其 2011 年以来，多重因素导致中小企业景气度下降，面临的经营风险逐步加大。

2. 政策环境及发展现状

中国政府历来高度重视中小及民营经济发展，“十五”期间，中国扶持和促进中小企业发展的第一部专门法律——《中华人民共和国中小企业促进法》（以下简称《促进法》）正式颁布实施，中小及民营企业进入了一个里程碑式的发展阶段。2008 年以来，为了应对宏观经

济的冲击，中央政府密集出台了一系列针对中小企业的发展举措和政策，陆续颁布了《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126 号）、《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》（国发〔2009〕36 号）和《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（国发〔2010〕13 号）等政策文件，其中对营造有利于中小企业发展的良好环境，缓解中小企业融资困难，加大对中小企业的财税扶持力度以及加快中小企业技术进步和结构调整等方面都作了具体说明和指导，对帮助中小企业克服困难，转变发展方式，实现又好又快发展具有积极意义。

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。为支持中小企业发展，2011 年 12 月，财政部和工信部印发《政府采购促进中小企业发展暂行办法》，2012 年起各部门 30% 以上政府采购应面向中小企业。2012 年 4 月，国务院发布《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》，从进一步加大对小型微型企业的财税支持力度、努力缓解小型微型企业融资困难、进一步推动小型微型企业创新发展和结构调整、加大支持小型微型企业开拓市场的力度、切实帮助小型微型企业提高经营管理水平、促进小型微型企业集聚发展、加强对小型微型企业的公共服务七个方面为小型微型企业发展创造良好的环境。

3. 区域经济发展概况及政策支持

丰城市隶属于江西省宜春市，2012 年宜春市全年实现地区生产总值 1247.6 亿元，同比增长 11.6%。其中，第一产业实现增加值 202.67 亿元，同比增长 4.5%；第二产业实现增加值 702.2 亿元，同比增长 13.6%；第三产业实现增加值 342.73 亿元，同比增长 11.8%。三次产业对经济增长的贡献率分别为 6.9%、68.7%和 24.4%。三次产业结构由上年的 17.16: 59.17: 23.67 调整到 16.24: 56.29: 27.47。

2012 年宜春市全年财政总收入 200.36 亿元，同比增长 34.3%，其中，地方财政收入 132.4 亿元，同比增长 43.4%，财政总收入并列全省第 4 位。财政总收入占生产总值的比重达到 16.06%，同比提高 2.2 个百分点；税收总收入 168.68 亿元，同比增长 27.45%，占财政总收入的比重达到 84.19%。县域财力进一步增强，财政总收入首次实现县县超 5 亿元，有 8 个县（市、区）的财政总收入突破了 10 亿元，其中丰城、樟树、高安分别突破了 40 亿元、30 亿元和 20 亿元。财政总收入和地方财政收入进入全省 20 强的县（市、区）有 4 个，分别是丰城市、樟树市、高安市、袁州区。

2012 年宜春市全年累计完成工业增加值 633.39 亿元，同比增长 13.9%，占生产总值的比重为 50.77%，对宜春经济增长的贡献率达 63.5%，工业的主导地位更为凸显。其中 770 户规模以上工业企业累计完成增加值 508.55 亿元，同比增长 15.8%，其中轻工业完成增加值 230.49 亿元，同比增长 16.1%，重工业完成增加值 278.06 亿元，同比增长 15.5%。

2012 年 10 月，江西省《支持小型微型企业发展税收优惠政策和服务措施 30 条》正式公布实施，该政策提高了个体工商户营业税起征点，降低了房屋出租起征点，让许多小型微型企业受益。

总体看，宜春市经济发展迅速，为区域内中小企业发展提供了较好的外部环境。

五、发行人主体长期信用

跟踪期内，联合资信对本期集合票据的 2 家发行企业的主体长期信用进行了跟踪分析，确定江西恒泰塑料制品有限公司和江西斯米克陶瓷有限公司主体长期信用等级和展望未发生调整。各发行企业主体长期信用见下表。

表 2 本期集合票据发行企业主体长期信用

集合票据发行企业	上次评级结果	跟踪评级结果
江西恒泰塑料制品有限公司	BBB-/稳定	BBB-/稳定
江西斯米克陶瓷有限公司	BBB-/稳定	BBB-/稳定

资料来源：联合资信整理

1. 江西恒泰塑料制品有限公司

（1）主体概况

江西恒泰塑料制品有限公司（以下简称“恒泰塑料”）原名丰城市润田塑料制品有限公司，2001 年 12 月在江西省丰城市行政管理局注册成立。恒泰塑料原始注册资本 1000 万元，由江西润田天然饮料食品有限公司（持股 80%，以下简称“润田饮料公司”）和广州瓜啦啦保健品科技有限公司（持股 20%）共同出资，2003 年 3 月股东变更，且增资至 4000 万元。2003 年 8 月江西源远风险投资有限公司和深圳市腾百胜投资有限公司等五家公司收购了润田饮料公司所持恒泰塑料的股份，并与广州市润田怡冠保健品有限公司共同增资至 1 亿元，同时恒泰塑料名称变更为现名。2004 年至 2007 年恒泰塑料经过多次股权变更，2007 年恒泰塑料注册资本变更为 1.5 亿元，并成为江西润田饮料有限责任公司（现为江西润田饮料股份有限公司，以下简称“润田股份”）的全资子公司。黄安根先生 100%持股润田饮料公司，润田饮料公司持股润田股份 46.68%（第二大股东赛富软银基金公司持股 42.54%），恒泰塑料实际控制人为黄安根先生。

恒泰塑料主要从事塑料制品的生产和销售业务。截至 2012 年底，恒泰塑料资产总额 59957.29 万元，所有者权益万元 32786.86 万元；2012 年恒泰塑料实现主营业务收入 52647.22 万

元，利润总额 3386.62 万元。

截至 2013 年 3 月底，恒泰塑料资产总额 59744.60 万元，所有者权益 33143.82 万元；2013 年 1~3 月恒泰塑料实现主营业务收入 9379.13 万元，利润总额 463.58 万元。

恒泰塑料注册地址：丰城市丰源工业园；
法定代表人：黄安根。

(2) 管理分析

跟踪期内，恒泰塑料在管理体制方面无重大变化。

(3) 经营分析

经营概况

2012 年，恒泰塑料主营业务收入合计 5.26 亿元，较 2011 年增长 4.53%。从收入结构来看，2012 年销售结构与上年相比变化不大。其中水瓶胚一直是恒泰塑料的主流产品，2012 年销售收入占 88.43%，较上年增加 5.10 个百分点；热瓶胚占 1.24%，较上年减少 5.50 个百分点；盖子销售收入占 9.83%，较上年略有增加，碳酸胚占 0.09%，提手占比 0.40%。2013 年 1~3 月，恒泰塑料实现主营业务收入 0.94 亿元，热瓶胚占 0.58%，下降较快；水瓶胚收入占比升至 90.49%。

毛利率方面，2012 年恒泰塑料综合毛利率 10.68%，较 2011 年略有增加。2013 年 1~3 月，恒泰塑料整体毛利润率为 8.13%，其中水瓶胚毛利率有所下降，主要系制造费用及人力成本有所上升。

表 3 恒泰塑料收入及毛利率状况

分产品	主营业务收入（万元）			
	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月
水瓶胚	37567	41968	46555	8487
热瓶胚	7372	3397	654	54
碳酸胚	50	56	49	
盖子	4859	4789	5177	808
提手	110	155	212	30
合计	49958	50365	52647	9379
分产品	毛利率（%）			

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月
水瓶胚	6.76	8.93	10.02	7.41
热瓶胚	8.36	1.58	4.49	8.46
碳酸胚	12	8.98	-8.3	
盖子	30.91	19	16.93	14.83
提手	38.18	29.38	26.45	30.12
合计	9.42	9.45	10.68	8.13

数据来源：恒泰塑料提供

原材料采购

恒泰塑料生产所需的原材料主要是 PET 和编织袋，分别占成本的 84.40%和 0.65%。2012 年，恒泰塑料 PET 及编织袋采购量均有所上升，同比分别增长 2.58%和 2.54%。采购价格方面，2011 年初，由于 PET 上游货源紧张，同时 PET 下游需求旺盛，导致 PET 价格出现暂时的大幅增长；2012 年，PET 采购价格有所下调，主要是恒泰塑料 2012 年与一些大的供应商在低价位区间签订大额采购合同（如与华润包装材料有限公司签订 5000 余吨的 PET 长期采购协议），恒泰塑料采用全额付款并按以量定货的方式进行采购。跟踪期内，恒泰塑料继续采用由润田股份的采购中心集中采购方式，长期供应商基本保持不变。

表 4 恒泰塑料主要原材料采购情况

PET	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月
采购量（吨）	36299	37235	6740
平均价格（含税）（元/吨）	13013	12453	12210
编织袋	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月
采购量（万个）	394	404	76
平均价格（含税）（元/万个）	7905	8420	8435

资料来源：恒泰塑料提供

生产方面

2012 年，恒泰塑料已生产并使用合格瓶胚（及瓶盖）产品 3.73 万吨，瓶胚生产线产能 5.63 万吨，达产率 66.25%，较前期有所下降，主要原因有以下三个方面：①在下游需求旺季时，原材料（PET）供应略显不足；②下游销售市场季节性波动的影响；③润田饮料公司调减了

非水类产品的需求（热灌饮料和碳酸饮料），同时考虑到利润因素恒泰塑料放弃了运距较远及市场需量小的市场。

2012 年瓶胚（及瓶盖）不含税吨成本 12,611 元，其中：直接材料费 10,831 元（其中：PET 料 10,643 元，辅料 31 元，包装材料 157 元），直接人工费 189 元，制造费用 1,591 元。单位成本同比 2011 年略高 0.13%，其中原料成本下降 4.38%，主要是采购成本降低；制造费用增加 47.28%，主要由于设备运行多年，为维护设备稳定性和提高生产效率而发生的修理费和技改费增加，另外包括车间管理人员工资增长等。

产品销售

跟踪期内，恒泰塑料的产品主要销售给润田饮料公司，每年销售比例均维持在 95% 以上。截至 2012 年底，恒泰塑料瓶胚销量 193974 万只，同比增长 8.88%；盖子销量 170347 万只，同比增长 10.73%。2011~2012 年，恒泰塑料瓶胚产品平均价格略有提升，分别为每只 0.260 元和 0.262 元，较前期有大幅提高，主要因为 2011 年起，恒泰塑料原材料采购价格较前期有所上升，为保证恒泰塑料一定的盈利水平，2011 年及 2012 年恒泰塑料上调销售价格。2013 年 1~3 月，恒泰塑料瓶胚和盖子平均销售价格与 2012 年保持一致。

未来发展

润田饮料公司已于 2009 年底完成股份制改革，计划 2015 年申请 IPO 上市。作为上游子公司，恒泰塑料经营战略仍以瓶胚和盖子的生产为主业，并随着润田饮料公司产能不断扩充，未来对恒泰塑料产品需求还将不断增大。根据润田饮料公司整体发展战略，恒泰塑料未来收入及利润目标年增长水平将保持在 15% 以上。

整体看，跟踪期内，恒泰塑料收入规模稳定增长，整体毛利率水平有所提升。虽然市场原材料价格波动较大，但恒泰塑料与华润包装材料有限公司签订长期采购协议，一定程度上缓解了成本压力。跟踪期内，随着润田饮料公司销量增长，恒泰塑料的销售保持了稳定增长

的态势。

（4）财务分析

恒泰塑料提供的 2011~2012 年财务报表已经江西华泰会计师事务所有限公司赣西分所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2013 年一季报财务数据未经审计。公司 2011~2012 年财务报表按照旧会计准则编制。

盈利能力

2012 年，恒泰塑料主营业务收入略有增长，为 52647.22 万元，同比增长 4.53%。近两年主营业务成本变化趋势和主营业务收入相同，2012 年主营业务成本 47026.33 万元，同比增长 3.12%。近两年恒泰塑料主营业务利润率分别为 9.14% 和 10.32%，2013 年 1~3 月，恒泰塑料实现主营业务收入 9379.13 万元，主营业务利润率 8.10%。

2012 年，恒泰塑料期间费用为 2063.76 万元，同比增加 62.70%，在主营业务收入中占比增加 1.40 个百分点至 3.92%，主要由于 2011 年恒泰塑料短期债务增加导致的 2012 年度利息支出相应增加。总体看，恒泰塑料费用控制力度较好。

从盈利指标看，恒泰塑料 2012 年总资产收益率有所下滑，主要由于 2012 年公司发行本期集合票据 1.2 亿元，导致总债务有所上升，但净资产收益率略有上升，2012 年分别为 4.95% 和 8.08%，同比分别减少 0.71 个百分点和增加 0.09 个百分点。恒泰塑料整体盈利能力较弱。

总体看，恒泰塑料收入保持了稳定增长，整体盈利能力较弱。

现金流及保障

经营活动方面，2012 年恒泰塑料销售商品、提供劳务收到的现金 61641.58 万元，同比增长 4.65%。恒泰塑料购买商品、接受劳务支付的现金 57044.50 万元，同比增长 7.36%。恒泰塑料收到、支付其他与经营活动有关现金均较上年有大幅增长，主要为集团公司内部的资金往来款。2012 年恒泰塑料将发行集合票据募集到 1.20 亿元计入到“收到其他与经营活动有关的现金”，

联合资信的财务分析时将其调整至“取得借款收到的现金”，以下分析以此调整报表为主。2012年恒泰塑料经营活动现金净流出5263.80万元。恒泰塑料现金收入比为117.08%，同比增加0.13个百分点，恒泰塑料收入实现质量好。

2012年，恒泰塑料投资活动主要为购建固定资产的支出1763.50万元，恒泰塑料投资活动现金呈净流出状态。

筹资活动方面，2012年恒泰塑料筹资活动产生的现金流入17837.23万元，同比增长32.72%，为银行短期借款和本期中小集合票据。恒泰塑料偿还债务所支付现金9440.00万元，同比减少30.02%；分配股利、利润或偿付利息所支付的现金1342.48万元，同比增加146.14%。2012年，恒泰塑料筹资活动产生的现金流量净额为8397.23万元，由上年-1595.42万元净流出转为净流入。

2013年1~3月，恒泰塑料经营活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-771.37万元和720.25万元；期间，恒泰塑料暂未发生投资活动。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金流呈净流出，经营活动现金获取能力大幅下降，短期内对外部融入资金的依赖程度增强。

资本及债务结构

资产

截至2012年底，恒泰塑料资产总额合计59957.29万元，较上年增长21.29%，其中流动资产合计占55.40%，固定资产合计占42.22%，无形资产及其他资产合计占2.38%。恒泰塑料资产以流动资产为主。

截至2012年底，恒泰塑料流动资产合计33218.21万元，较上年增长37.09%，增长主要来自应收账款净额和预付账款的增加。截至2012年底，恒泰塑料应收账款净额12086.58万元，较2011年增长14.21%，其中其他应收款7303.45万元，同比增长26.29%，主要是账龄在一年内的江西丰源集团欠款大幅增加所致。截至2012年底，恒泰塑料预付账款10332.99万元，

同比增加272.53%，主要为预付上海贸易有限公司、上海幼辉投资发展有限公司、浙江亿鼎塑业有限公司等公司的货款增加。

截至2012年底，恒泰塑料固定资产合计25313.81万元，同比增加5.36%；无形资产及其他1425.26万元，同比增加21.01%，主要为长期待摊费用本年度增加247.50万元。

截至2013年3月底，恒泰塑料资产总额59744.60万元，其中流动资产合计占55.50%，固定资产合计占42.12%，无形资产及其他资产合计占2.39%，恒泰塑料资产结构变化不大。

整体看，跟踪期内，恒泰塑料资产结构保持稳定，资产质量一般。

负债

截至2012年底，恒泰塑料负债总额合计27170.43万元，较上年增长63.21%，其中流动负债占40.23%，长期负债占59.77%。负债增加主要来自应付债券和专项应付款，其中应付债券为公司2012年发行额度为1.2亿元的中小企业集合票据；专项应付款为融资租赁款。

截至2013年3月底，恒泰塑料负债总额合计26600.79万元，其中流动负债10751.36万元（占40.42%），长期负债15849.42万元（占59.58%），公司负债结构变化不大。

截至2012年底，恒泰塑料全部债务24938.22万元，其中短期债务占34.88%，长期债务占65.12%；截至2013年3月底，恒泰塑料全部债务24078.65万元，债务结构变化不大。资产负债率和全部债务资本化比率较2011年底均有所升高，恒泰塑料资产负债率由2011年33.68%升高至2012年45.32%，全部债务资本化比率由2011年29.07%升高至2012年43.20%，均由长期债务的增加所致；截至2013年3月底，恒泰塑料资产负债率及全部债务资本化比例分别为44.52%和42.08%，恒泰塑料整体债务负担有所加重。

所有者权益

跟踪期内，恒泰塑料所有者权益结构保持稳定，截至2012年底，恒泰塑料所有者权益合

计32786.86万元，其中实收资本占45.75%，盈余公积占3.71%，未分配利润占50.54%。截至2013年3月底，恒泰塑料所有者权益与上年变化不大。总体看，恒泰塑料所有者权益结构稳定性较弱。

（5）募集资金使用情况

2012年恒泰塑料参与发行1.2亿元集合票据，发行期限2年。截至2013年3月底，募集资金已按计划使用完毕。2013年7月18日，恒泰塑料已按期付息。

（6）存续期债券偿还能力分析

偿债能力

从短期偿债指标看，恒泰塑料流动比率和速动比率均有大幅提升，截至2012年底恒泰塑料流动比率和速动比率分别为303.93%和253.14%；截至2013年3月底，恒泰塑料流动比率和速动比率分别为308.40%和255.68%。2012年，公司经营活动现金流净额为-5263.80万元，经营活动现金流对流动负债保护能力弱。总体看，目前恒泰塑料短期债务规模有所降低，短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2012年恒泰塑料EBITDA为5336.02万元，较上年增长21.74%。2012年，恒泰塑料EBITDA利息保护倍数为3.97倍，同比下降幅度较大；全部债务/EBITDA为3.88倍，较2011年略有升高。整体看，恒泰塑料长期偿债能力一般。

债券保障能力分析

2012年7月恒泰塑料参与发行了1.2亿元集合票据（以下简称“存续债券”），发行期限2年。

截至2012年底，恒泰塑料现金类资产为5025.13万元，为存续债券的0.42倍；截至2013年3月底，恒泰塑料现金类资产为2974.02万元，为存续债券的0.25倍；现金类资产对存续债券的保障能力弱。2012年恒泰塑料实现EBITDA 5336.02万元，为存续债券的0.44倍，EBITDA对存续债券的保障能力偏弱；2012年恒泰塑料经营活动现金流入量为64529.47万元，为存续

债券的5.38倍，经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较好。2012年恒泰塑料经营活动现金流呈净流出，对存续债券不具备保障能力。

截至2013年3月底，恒泰塑料对外提供担保17500万元，担保比率为52.80%，被担保方包括江西润田饮料股份有限公司、江西森特实业有限公司、江西广威贸易有限公司，与上期基本保持相同，目前被担保对象经营状况良好；担保金额有所下降，分别为4000万元、11100万元、2400万元。总体看，跟踪期内，恒泰塑料担保金额有所下降，但担保比率仍较高，或有风险较高。

截至2013年3月底，恒泰塑料共获得银行授信额度8055万元，已使用金额为7175万元，未使用额度为880万元，恒泰塑料具备间接融资渠道。

过往债务履约情况

根据中国人民银行提供的企业基本信用信息报告（编号为E201306090003916174），截至2013年6月9日，恒泰塑料“已结清不良债务”有9笔，其中票据贴现3笔（合计1452.58万元），银行承兑汇票6笔（合计5360.00万元，于2007年11月全部结清）；恒泰塑料无“未结清不良信贷”信息记录。总体看，恒泰塑料过往履约债务情况一般。

（7）结论

综合考虑，联合资信维持江西恒泰塑料制品有限公司BBB⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

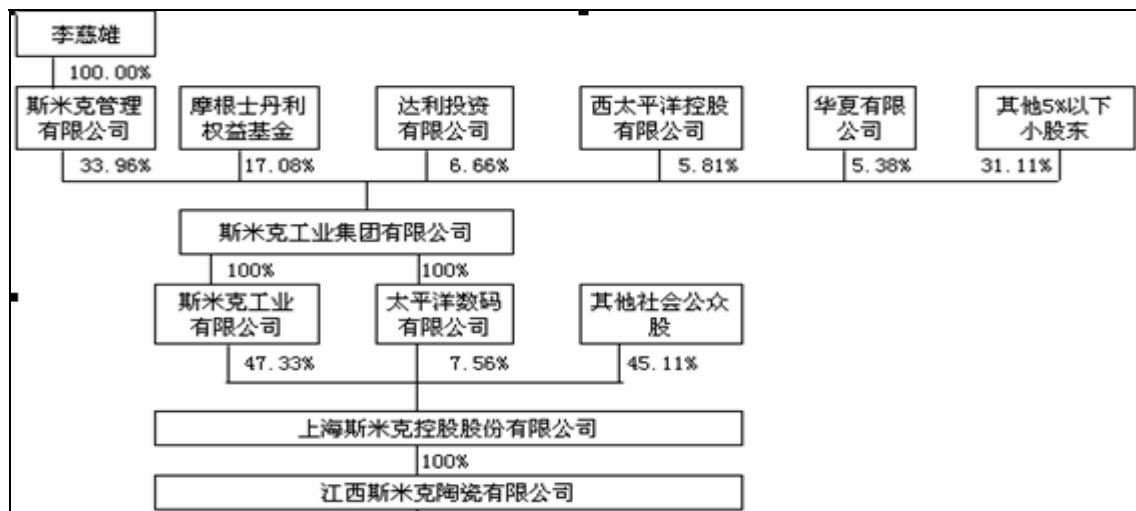
2. 江西斯米克陶瓷有限公司

（1）主体概况

江西斯米克陶瓷有限公司（以下简称“江西斯米克”）成立于2006年12月，原注册资本15000.00万元，后经多次增资，截至2013年3月底，江西斯米克注册资本为47000.00万元。江西斯米克性质为外商投资企业，是上海斯米克控股股份有限公司（以下简称“上海斯米克”）设立的独资子公司。李慈雄先生为江西斯米克

实际控制人，产权关系见下图。

图2 江西斯米克产权关系



资料来源：江西斯米克提供

上海斯米克成立于1993年6月，于2007年8月在A股上市（股票代码：002162），主要经营范围为生产精密陶瓷、建筑陶瓷、卫生陶瓷、配套件、高性能功能陶瓷产品、室内外建筑装潢五金和超硬工具，销售自产产品（涉及许可经营的凭许可证经营）。上海斯米克因受下游房地产行业宏观调控等因素的持续影响，销售持续低迷，产能利用率低、开工不足，2011年和2012年业绩连续下滑，为降低生产成本将上海基地生产线逐步转移至江西斯米克所属的江西生产基地。截至2012年底，上海斯米克资产总额18.63亿元，所有者权益5.18亿元；2012年实现营业收入8.85亿元，净亏损2.07亿元。

江西斯米克经营范围：生产销售精密陶瓷、建筑陶瓷、卫生陶瓷、配套件、高性能功能陶瓷产品、自营进出口业务等。

截至2012年底，江西斯米克内设生产计划部、设备部、技术部、采购部、品保部、物流部、财务和人事行政部等职能部门。

截至2012年底，江西斯米克资产总额118698.86万元，所有者权益55446.44万元。2012年，江西斯米克实现营业收入45089.63万元，利润总额504.96万元。

截至2013年3月底，江西斯米克资产总额

118098.80万元，所有者权益55866.54万元。2013年1~3月，江西斯米克实现营业收入8701.47万元，利润总额494.73万元。

江西斯米克注册地址：江西省丰城市精品陶瓷产业基地内；法定代表人：李慈雄。

（2）管理分析

跟踪期内，江西斯米克管理层和治理结构均未发生重大变化。

（3）经营分析

经营概况

跟踪期内，江西斯米克经营方面的变动主要涉及两方面：其一，控股股东上海斯米克自2012年下半年开始将其在上海基地的生产线逐步转移至江西斯米克，江西斯米克成为集团内陶瓷产品的主要生产方。其二，江西斯米克自2012年开始逐步用天然气代替自制水煤气作为原材料之一，之前为保障江西斯米克生产用气而设立的全资子公司江西绿能燃气有限公司于2012年底转售给上海斯米克。

目前上海基地生产线的转移目前仍在进行中，其中2条生产线已经在2013年5月量产，其余正在扩建安装中，全部完工后预计增加产能400万平方米；随着生产线的逐步投产，江西斯米克生产能力将得到进一步提升。

2011~2012年,江西斯米克分别实现主营业务收入39091.95万元和44657.07万元,分别同比增长25.96%和14.24%,江西斯米克在陶瓷行业景气度较低的情况依然保持增长,主要源自玻化砖-抛光砖产品的增长,另外2012年母公司部分产品转移到江西斯米克进行生产,使得江西

斯米克收入规模得到进一步提升。从产品结构看,江西斯米克主要以毛利率相对较高的玻化砖为主,2012年,玻化砖-抛光砖、玻化砖-非抛光砖和釉面砖-水晶釉产品占主营业务收入的比重分别为80.11%、17.07%和0.67%,玻化砖-抛光砖占比逐年提升。

表5 江西斯米克近年主营业务情况(单位:万元、%)

	2011年			2012年			2013年1~3月		
	主营业务收入	主营业务收入占比	毛利率	主营业务收入	主营业务收入占比	毛利率	主营业务收入	主营业务收入占比	毛利率
玻化砖-抛光砖	27656.43	70.75	17.02	35776.51	80.11	21.24	7672.77	88.29	20.81
玻化砖-非抛光砖	8261.45	21.13	6.88	7621.46	17.07	18.67	922.66	10.62	20.12
釉面砖-水晶釉	2159.05	5.52	8.33	297.29	0.67	17.58	19.07	0.22	0.00
其他	1015.02	2.60	17.11	961.81	2.15	-11.85	75.83	0.87	11.49
合计	39091.95	100.00	14.40	44657.07	100.00	20.07	8690.33	100.00	20.61

资料来源:江西斯米克提供。

毛利率方面,2011~2012年,江西斯米克主营业务综合毛利率分别为14.40%和20.07%,毛利率大幅提升主要源自毛利率较高的玻化砖-抛光砖产品比重不断增加;同时,第二大产品的玻化砖-非抛光砖的毛利率虽在2011年历经6.88%的低点,但2012年强势回升至18.67%。

此外,江西斯米克还生产工艺品砖及深加工砖,产量很小,毛利率波动较大且2012年呈现负值,主要是由于等级品加工成本较高,且江西斯米克深加工业务处于起步阶段、工艺方面尚不成熟,这部分产品对江西斯米克经营的影响不明显。

2013年1~3月,江西斯米克实现主营业务收入8690.33万元,占2012年全年的19.46%,主要是一季度为陶瓷行业传统的淡季,但江西斯米克一季度收入较上年同期增长38.84%。产品结

构来看,玻化砖-抛光砖占比升至88.29%,其他产品比重进一步下降。2013年1~3月,江西斯米克主营业务综合毛利率20.61%,与2012年基本持平,主要产品的毛利率水平也相对稳定。

生产经营

2012年,江西斯米克生产成本主要包括制造费用(占31.15%)、燃料成本(占19.99%)和泥石料成本(占16.06%)。

截至2013年3月底,江西斯米克产品产能为1500万平方米,2012年产能利用率为48.31%,较2011年上升4.81个百分点,产能利用率相对较低。江西斯米克主要以以销定产的模式进行生产,产量基本和控股股东上海斯米克协商后决定,根据销售情况下达生产指标,江西斯米克产销量一直保持在90%以上。

表6 江西斯米克近年产销量情况(万平方米、%)

主要产品	2011年			2012年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
玻化砖-抛光砖	416.1	398.7	95.82	534.95	490.73	91.73
玻化砖-非抛光砖	190.89	181.09	94.87	159.17	154.74	97.22
釉面砖	20.78	41.44	199.42		5.28	
其他	24.67	11.78	47.75	30.52	11.4	37.35
合计	652.44	633.02	97.02	724.64	662.18	91.38

资料来源:江西斯米克提供

原材料采购

跟踪期内，江西斯米克主要原材料与上海斯米克联合采购，以发挥规模优势，降低采购成本。目前江西斯米克泥石料主要从江西、福

建等地采购；色釉料主要从江苏、广东等地采购；燃料自 2012 年开始逐步用天然气代替自制水煤气。

表 7 江西斯米克近年主要原材料采购情况

原材料	2011 年			
	平均价格	用量	成本合计(万元)	成本占比(%)
泥石料	389 (元/吨)	20.11(万吨)	7822.91	36.64
色釉料	11.01 (元/公斤)	303.64(万公斤)	3343.07	15.66
燃料	0.44 (元/立方米)	15077.94(万立方米)	6643.14	31.11
电	0.62 (元/kwh)	5709.06 (万 kwh)	3543.65	16.6
合计			21352.77	100
原材料	2012 年			
	平均价格	用量	成本合计(万元)	成本占比(%)
泥石料	363.46 (元/吨)	22.05 (万吨)	8014.29	31.76
色釉料	10.71 (元/公斤)	403.85 (万公斤)	4325.23	17.14
燃料	1.45 (元/立方米)	6084.55 (万立方米)	8813.4	34.93
电	0.66 (元/kwh)	6211.54(万 kwh)	4080.26	16.17
合计			25233.18	100
原材料	2013 年 1~3 月			
	平均价格	用量	成本合计(万元)	成本占比(%)
泥石料	325.53 (元/吨)	5.54 (万吨)	1803.43	44.96
色釉料	8.25 (元/公斤)	108.54 (万公斤)	895.46	22.32
燃料	2.40(元/立方米)	354.32(万立方米)	851.41	21.23
电	0.73 (元/kwh)	634.38 万 (kwh)	460.76	11.49
合计			4011.06	100

资料来源：江西斯米克提供

价格方面，燃料均价在2012年大幅增长至1.45元/立方米，主要因为江西斯米克自2012年开始逐步用天然气代替自制水煤气作为燃料，天然气价格相对较高，2013年一季度因天然气在燃料采购的比重不断增大，燃料均价增至2.40元/立方米；泥石料和色釉料的均价呈现波动，泥石料均价经历2011年高点后于2012年回落至363.46元/吨，低于2010年水平2013年初延续了2012年的降势，色釉料均价经历2011年高点后于2012年回落至10.71元/公斤，2013年一季度进一步降至8.25元/吨，与2010年的8.22元/吨基本持平；电价在跟踪期内持续升高，2012年为0.66元/千瓦时，2013

年一季度进一步升至0.73元/千瓦时。

原材料用量方面，2012年，江西斯米克随着产量增长，除燃料因改用天然气而导致采购量大幅下降外，其余原材料采购量均有所增长。

从各项原材料在生产成本中的占比来看，泥石料和燃料是占比最大，2012年合计占比66.69%，但随着配方改进、小砖产品比例增大，泥石料成本占比呈下降趋势，燃料成本占比相对稳定；色釉料成本占比逐渐升高，2012年为17.14%；用电成本占比稳定上升，2012年为16.17%。

跟踪期内，原材料价格波动较大，增大了成本控制的难度，江西斯米克采取持续价格谈判、提前备料、寻找替代供应商等措施积极应对。结算方面，江西斯米克账期一般为90天，结算方式以现金结算为主，票据结算为辅。

产品销售

跟踪期内，江西斯米克销售对象发生变动，2011年江西斯米克产品主要销往受同一母公司控制的关联方江西建材，由其统一销售给下游客户；2012年改为统一销售给控股股东上海斯米克和江西建材再销往下游客户。目前江西斯米克处于产品和营销渠道的转型期，同时，陶瓷行业景气度处于下滑，房地产调控持续对建筑陶瓷造成压力，江西斯米克未来的经营情况具有一定不确定性。

表8 江西斯米克主要客户销售情况(单位:万元)

客户名称	2011年	2012年
上海斯米克控股股份有限公司		19439.36
江西斯米克建材有限公司	38337.96	24869.80
合计	38337.96	44309.16

资料来源：江西斯米克提供

江西斯米克通过上海斯米克及江西建材销售的产品，占比约90%，剩余部分出口到欧洲、日本等国家，但比例相对较少，国际经营环境和外汇波动对江西斯米克经营影响较小。

未来发展

江西斯米克未来三年的主要投资项目为扩建年产400万平方米建筑陶瓷生产线项目，规划总投资2.69亿元，资金来源于自筹，主要是将斯米克上海生产基地原5条生产线“P2\P3\P4\P5\N窑线”及2条窑线“实验窑、三度烧窑”搬迁到江西生产基地，并在原有基础上作适当改进，计划于2013年底完工。

总体看，跟踪期内，随着母公司生产线搬至江西斯米克，江西斯米克产能增加，届时将对生产线集中管理，单位固定成本降低，规模优势有望加强；原材料价格波动大，加大了成本控制难度；产品仍然以关联企业的销售为主，

销售渠道畅通。江西斯米克生产和销售受母公司影响大，经营独立性不强。

(4) 财务分析

财务概况

江西斯米克提供的2011年和2012年财务报表分别经信永中和会计师事务所有限责任公司和信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2013年一季报财务数据未经审计。

江西斯米克跟踪期内合并范围变动不大：2011年底较2010年底合并范围新增一家宜丰县花桥矿业有限公司（持股75%），截至2011年末净资产134.20万元，2011年净利润-20.47万元；2012年底较2011年底减少一家江西绿能燃气有限公司，截至2012年底绿能燃气净资产862.84万元，2012年净利润-132.01万元。

盈利能力

江西斯米克2012年实现营业收入45089.63万元，同比上升10.62%。2013年1~3月，江西斯米克实现营业收入8701.47万元，较上年同期增长39.02%。

2012年，江西斯米克期间费用为7662.21万元，占营业收入的16.99%，占比较2011年上升3.75个百分点，三大费用均大幅上涨：销售费用上涨系行业景气度降低、江西斯米克加大营销力度以及销量增加、运费涨价导致运输费用上升所致；管理费用上涨系当年计提缴纳房产税、土地使用税较多所致；财务费用上涨系当年度借款平均规模较上年大幅增加所致。江西斯米克期间费用上涨较快，费用控制力度有待提高。

2012年，江西斯米克利润总额为504.96万元，同比大幅增长677.14%，主要源自江西斯米克主导产品盈利能力大幅提升，产品产量增加导致单位成本降低。相比2011年，跟踪期内江西斯米克营业外收入大幅降低，主要为政府补贴收入下降；2012年营业外支出大幅上升，超过营业外支出，主要系公司水煤气资产拆除损失，不具有延续性。2013年1~3月，公司利润总额

额为494.73万元，达到2012年全年水平的97.97%，相比去年同期亏损的局面有较大改善。

从盈利指标看，江西斯克2012年的营业利润率为19.28%，较上年提高5.52个百分点，处于较高水平，成本控制能力较好；2013年1~3月营业利润率为20.52%，在2012年基础上略有提升。总资本收益率和净资产收益率呈不同程度的波动上升，2012年为3.16%和0.66%，分别较2011年上升2.02个和0.65个百分点，因期间费用高企，江西斯克总资本收益率和净资产收益率处于较低水平。

整体看，跟踪期内，江西斯克主业盈利能力较高，成本控制能力较好；同时，期间费用大幅提升，对利润总额形成明显的侵蚀。

现金流及保障

2012年江西斯克经营活动产生的现金流入量为53087.87万元，同比上升18.11%，较同年营业收入增幅高7.49个百分点；其中，销售商品、提供劳务收到的现金占经营活动现金流入量的99.63%。2012年经营活动产生的现金流出为44912.20万元，同比微幅增长1.72%；其中购买商品、接受劳务支付的现金占78.35%，较2011年大幅增长31.71%，较同期营业成本增幅高出28.80个百分点，采购付现情况波动较大；支付给职工的现金和支付各项税费的现金合计占比14.38%；支付其他与经营活动有关的现金占比7.27%，较2011年降低75.64%，具有较大波动性，波动主要源于往来款净额产生的现金流出，2011年因往来款净额产生现金流出9831.87万元，而2012年无此项流出。2012年江西斯克经营活动产生的现金流量净额为8175.67万元，同比增长923.62%；现金收入比为117.31%，较2011年提高7.47个百分点，虽具有一定波动，但收入质量处于较好水平。

从投资活动来看，2011~2012年江西斯克现金流入量为1441万元和3260万元，分别为收回投资收到的现金和处置子公司收到的现金，不具有延续性。2011~2012年现金流出量为4640.68万元和24380.88万元，2012年大幅

增加主要由于借款给关联方公司导致现金流出16522.61万元。近两年江西斯克投资活动产生的现金流量均表现为净流出，分别为-3145.16万元和-21120.88万元，经营活动净现金流无法满足投资活动的需求，江西斯克具有筹资压力。

筹资活动方面，2011~2012年，江西斯克筹资活动现金流入量分别为40222.18万元和34797.22万元，主要来自取得借款收到的现金。近两年筹资活动现金流出量分别为34484.56万元和23773.93万元，均为偿还债务支付的现金（其中2011年偿还关联公司借款11569.74万元）。近两年筹资活动净现金流分别为5737.62万元和11023.29万元。

整体看，江西斯克经营性净现金流持续为正，但波动性较大，且无法满足投资活动的现金缺口；江西斯克与关联方的借贷和往来款较多，对现金流水平影响较大。

资本及债务结构

资产

截至2012年底，江西斯克资产总额118698.86万元，其中，流动资产占49.43%，非流动资产占50.57%。江西斯克流动资产以货币资金（占11.72%）、应收账款（占7.56%）、其他应收款（占45.94%）和存货（占33.87%）为主，非流动资产以固定资产和无形资产为主。

流动资产方面，变动较大的科目主要为货币资金（同比降低24.40%）、应收账款（同比降低32.57%）和其他应收款（同比增长501.34%）。2012年底应收账款大幅下降，主要由于当年处置江西绿能燃气有限公司股权致合并范围变化所致；2011年底应收账款主要为应收关联方江西建材的款项，2012年底主要为应收控股股东江西斯克的款项，应收账款主要为货款，债务人发生变动因江西斯克于2012年下半年将销售方由关联方江西建材主体调节为控股股东上海斯克，江西建材已于2012年底将货款结清。2012年底，其他应收款成为流动资产规模扩大的主导因素，主要是应收控股股东上海斯

米克控股股份有限公司的往来款、应收上海斯米克建材有限公司股权转让款增加所致。

非流动资产方面，固定资产和无形资产稳定中略有下滑，分别同比减少4.31%和2.04%，主要系公司处置江西绿能燃气有限公司股权后致合并范围变化。

截至2013年3月底，江西斯米克资产总额为118098.80万元，其中流动资产占45.38%，非流动资产占比54.62%。流动资产中，应收账款和其他应收款变动较大，应收账款较2012年底大增166.25%，主要为应收控股股东上海斯米克的货款；其他应收款下滑42.50%，主要是关联方往来款大幅降低。非流动资产中，在建工程快速上升369.08%，主要是江西斯米克扩建年产400万平方米建筑陶瓷生产线项目。

总体来看，江西斯米克资产以固定资产为主，符合制造企业特征；非流动资产以应收账款、其他应收款和存货为主，流动性有待提高，关联方往来额度较大。江西斯米克资产质量偏低。

所有者权益

截至2012年底，江西斯米克所有者权益合计55446.44万元，与2011年底基本持平，主要由实收资本（占84.77%）和未分配利润（占12.94%）构成，稳定性较好。截至2013年3月底，所有者权益为55866.54万元，权益结构与2012年相比变化不大。总体看，江西斯米克权益稳定性较好。

负债

截至2012年底，江西斯米克负债总额为63252.42万元，其中流动负债占90.06%，非流动负债占9.94%。负债总额同比增长37.34%，主要来自短期借款、其他应付款和应付债券的增长。其中，其他应付款的增长主要系应付上海斯米克陶瓷有限公司机器设备款增加1160万元、暂估工程款增加1200万元以及与江西斯米克建材有限公司往来款的增加所致；应付债券系2012年7月发行的金额为5000万元的江西丰城2012年度第一期中小企业集合票据。

2012年底，江西斯米克资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为53.29%、41.16%和10.19%，较2011年底分别上升7.46、7.94和3.83个百分点，债务负担有所加重。

截至2013年3月底，江西斯米克负债总额为62232.27万元，其中，流动负债占91.97%，非流动负债占8.03%。江西斯米克资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为52.70%、38.92%和8.21%，较2012年底小幅回落。

跟踪期内，江西斯米克债务水平相对适中，但较2011年底仍有较大幅度上升；短期债务占比大幅升高，债务结构有待改善。

（5）存续期债券偿还能力分析

偿债能力

从短期偿债能力看，截至2012年底，江西斯米克流动比率、速动比率均出现上升，分别为102.99%和68.11%，但仍处于较低水平。截至2013年3月底，上述指标再次回落至93.63%和59.06%，仍高于2011年底水平。2012年，江西斯米克经营现金流动负债比为14.35%，较2011年上升12.46个百分点。考虑到江西斯米克流动资产中应收账款和存货占比较高，周转效率较低，江西斯米克短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2012年江西斯米克EBITDA为7541.77万元，同比增长48.50%，但受同期全部债务规模上升的影响，当年全部债务/EBITDA仅出现轻微下降，为5.14倍，EBITDA对全部债务的保障能力尚可。2012年公司EBITDA利息倍数为2.88倍，较2011年下降2.64个百分点。整体看，江西斯米克长期偿债能力正常。

债券保障能力分析

江西斯米克于2012年7月17日参与发行了总金额为1.70亿元，期限为2年的江西丰城2012年度第一期中小企业集合票据（“12丰城SMECN1”），其中公司发行5000万元（以下简称“存续债券”）。存续债券每年付息一次，江

西斯米克已于2013年7月18日完成第一次付息。

截至2012年底，江西西斯米克现金类资产为6875.61万元，为存续债券的1.38倍；截至2013年3月底，江西西斯米克现金类资产为5534.15万元，为存续债券的1.11倍；现金类资产对存续债券的保障能力较好。2012年江西西斯米克实现EBITDA 7541.77万元，为存续债券的1.51倍；经营活动金流入量和经营活动现金流量净额分别为53087.87万元和8175.67万元，分别为存续债券的10.62倍和1.64倍，均对存续债券具有较好的保障能力。

截至2013年3月底，江西西斯米克未对外提供担保。

截至2013年3月底，江西西斯米克共获得银行授信额度34500万元，已使用金额为27500万元，未使用额度为7000万元，江西西斯米克间接融资渠道有待拓宽。

过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（2012 银行版）（报告编号为：B-201306140004095153），截至 2013 年 6 月 14 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的不良和关注类贷款共 5 笔，公司过往履约情况一般。

抗风险能力

江西西斯米克是目前国内中高档建筑陶瓷生产的龙头企业之一，品牌知名度较高，具有先进的生产工艺装备。江西西斯米克生产管理体制稳定，主导产品盈利能力稳步提升，收入规模和营业利润率稳步增长。随着上海基地搬迁的实施，江西西斯米克主业地位进一步提升，成本控制能力加强。总体看，江西西斯米克整体信用风险一般。

（7）结论

综合考虑，联合资信维持江西西斯米克陶瓷有限公司 BBB 的主体长期信用等级，评级展望为稳定。

六、增信能力分析

1. 担保条款

长城资产对本期集合票据提供不可撤销的收购承诺，如联合发行人未能在本次集合票据到期兑付本息时，则由长城资产履行收购义务。

2. 担保人担保能力分析

长城资产成立于 1999 年 10 月，是经国务院批准成立、具有独立法人资格的国有独资金融企业；注册资本 100 亿元人民币，由财政部全额拨入。

长城资产经营范围：收购并经营境内金融机构不良资产；债务追偿，资产置换、转让与销售；债务重组及企业重组；债权转股权及阶段性持股，资产证券化；资产管理范围内的上市推荐及债券、股票承销；直接投资；发行债券，商业借款；向金融机构借款和向中国人民银行申请再贷款；投资、财务及法律咨询与顾问；资产及项目评估；企业审计与破产清算；经金融监管部门批准的其他业务。

截至 2012 年末，长城资产在北京设有总部，内设 16 个部门；同时还在全国 4 个直辖市、除青海、宁夏、西藏、台湾之外的 24 个省会城市和深圳、大连 2 个计划单列市设有 30 个办事处，负责所辖区域的资产管理、经营和处置等工作。此外，长城资产拥有长城金融租赁、长生人寿保、长城新盛信托、长城融资担保、天津金融资产交易所、长城金桥金融咨询、长城国富置业、长城环亚国际、长城国际投资、长城宁夏资产等 10 家控股子公司。

经过十多年的发展，长城资产完成了政策性不良资产处置任务，商业化不良资产处置业务取得了较好成效；同时，长城资产搭建了涵盖金融租赁、保险、信托、融资担保等业务的综合化经营平台，为未来实现商业化转型奠定了基础。

截至 2012 年末，长城资产商业化业务资产总额 1070.92 亿元，负债总额 852.12 亿元，所

所有者权益 218.80 亿元。2012 年，长城资产商业化业务实现利润总额 49.42 亿元，净利润 45.17 亿元。

基于长城资产强大的政府背景、不良资产管理方面的专业优势及良好的发展前景等因素，联合资信评估有限公司评定长城资产主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该评级结论反映了长城资产偿还债务能力极强。

本期集合票据发行额度(1.70 亿元)占 2012 年底长城资产资产总额的 0.16%、所有者权益的 0.78%，所占比例较低；立即偿付本期集合票据对长城资产影响很小。

七、结论

综合考虑，基于长城资产担保的持续有效，联合资信维持“12 丰城 SMECN1”AAA 的信用等级。

附件 1 集合票据发行人的主要财务数据

公司名称	项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
江西恒泰塑料制品有限公司	现金类资产(亿元)	0.44	0.50	0.50	0.30
	资产总额(亿元)	4.85	4.94	6.00	5.97
	所有者权益(亿元)	3.28	3.28	3.28	3.31
	短期债务(亿元)	1.35	1.34	0.87	0.82
	全部债务(亿元)	1.35	1.34	2.49	2.41
	主营业务收入(亿元)	5.00	5.04	5.26	0.94
	利润总额 (亿元)	0.33	0.34	0.34	0.05
	EBITDA(亿元)	0.43	0.44	0.53	--
	经营性净现金流(亿元)	0.16	0.22	-0.53	-0.08
	主营业务利润率(%)	9.12	9.14	10.32	8.10
	净资产收益率(%)	7.86	7.99	8.08	--
	资产负债率(%)	32.43	33.68	45.32	44.52
	全部债务资本化比率(%)	29.15	29.07	43.20	42.08
	流动比率(%)	146.43	145.55	303.93	308.40
	全部债务/EBITDA(倍)	3.14	3.07	4.67	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	11.39	8.04	3.97	--
	经营现金流动负债比(%)	10.42	13.14	-48.16	--
江西斯米克陶瓷有限公司	现金类资产(万元)	6451.84	9134.75	6875.61	5534.15
	资产总额(万元)	102514.48	100499.65	118698.86	118098.80
	所有者权益(万元)	54400.05	54445.88	55446.44	55866.54
	长期债务(万元)	7847.00	23386.10	32500.00	30600.00
	全部债务(万元)	12897.00	27086.10	38790.00	35595.00
	营业收入(万元)	32356.55	40761.35	45089.63	8701.47
	利润总额(万元)	2551.35	64.98	504.96	494.73
	EBITDA(万元)	7060.45	5078.60	7541.77	--
	经营性净现金流(万元)	5780.91	798.70	8175.67	2981.87
	营业利润率(%)	9.72	13.76	19.28	20.52
	净资产收益率(%)	4.10	0.01	0.66	--
	资产负债率(%)	46.93	45.82	53.29	52.70
	全部债务资本化比率(%)	19.16	33.22	41.16	38.92
	流动比率(%)	90.08	90.20	102.99	93.63
	全部债务/EBITDA(倍)	1.83	5.33	5.14	--
	EBITDA 利息倍数(倍)	9.54	5.52	2.88	--
	经营现金流动负债比(%)	13.42	1.89	14.35	--

注：1.各发行人 2013 年度一季度财务数据未经审计。

2.恒泰塑料专项应付款为融资租赁款，将其计入“全部债务”中；2012 年恒泰塑料将发行集合票据募集到 1.20 亿元资金计入到“收到其他与经营活动有关的现金”，联合资信的财务分析时将其调整至“取得借款收到的现金”

附件 2 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

附件 3 短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息