



# 信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪069号

## 大亚科技股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“大亚科技股份有限公司2010年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级**AA**，维持本次发债主体信用等级为**AA<sup>-</sup>**，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一四年五月九日

## 大亚科技股份有限公司 2010 年公司债券 2014 年跟踪评级报告

发行主体	大亚科技股份有限公司		
发行规模	7.7 亿元		
存续期限	2010/1/29~2015/1/29		
担保主体	丹阳投资集团有限公司		
担保方式	不可撤销的连带责任保证担保		
上次评级时间	2013/6/7		
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA <sup>-</sup>	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA <sup>-</sup>	评级展望	稳定

### 基本观点

受市场环境的影响, 2013 年公司人造板价格有所上涨, 销量出现下滑, 导致公司装饰材料板块收入略有下降。同期, 在烟草市场的低迷的环境下, 公司以铝箔和铝箔复合纸及卡纸为主的包装业务规模出现一定程度下滑。当年轮毂销量亦有所缩减, 整体收入规模较上年度下降 4.24%。但凭借“圣象”地板的品牌优势以及对成本的控制, 公司盈利空间有所提高, 利润总额得以保持。需要关注的是国内人造板和木地板行业竞争较为激烈、公司杠杆比率偏高、期间费用增长较快以及对外投资企业经营状况不佳可能会对公司信用状况产生的不利影响。

综上, 中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)维持本次公司债券信用等级为 AA, 发行主体大亚科技主体信用等级为 AA<sup>-</sup>, 评级展望为稳定。该级别考虑了丹阳投资集团有限公司(以下简称“丹阳集团”)提供的无条件的不可撤销连带责任保证担保对本次债券本息偿付起的保障作用。

### 正面

- 在地板产销增长乏力的情况下, 公司积极调整营销模式, 实施差异化销售策略, 凭借“圣象”地板的品牌优势, 进一步加大宣传, 提高品牌知名度和影响力, 木地板产销率保持较高水平。
- 公司注重提高产品质量, 并控制生产成本, 三大业务板块经营毛利率均较上年有所增加, 一定程度上保持公司的盈利空间, 抵御市场风险能力较强。
- 近年来公司去库存化表现良好, 经营性现金净流入逐年增加, 2013 年公司经营性现金净流入为 12.06 亿元, 经营性净现金流/总债务达到 0.32, 整体偿债能力很强。

### 概况数据

大亚科技	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益(亿元)	28.55	29.60	31.45	31.67
总资产(亿元)	90.82	87.90	87.58	82.59
总债务(亿元)	47.68	42.72	37.51	34.73
营业总收入(亿元)	73.13	83.13	81.90	15.41
营业毛利率(%)	24.76	24.00	24.99	26.13
EBITDA(亿元)	10.49	10.59	9.30	1.81
所有者权益收益率(%)	7.56	8.22	8.28	4.55
资产负债率(%)	68.56	66.33	64.09	61.66
总债务/EBITDA(X)	4.55	4.03	4.03	19.19
EBITDA 利息倍数(X)	3.21	3.31	3.81	3.55

丹阳集团	2011	2012	2013
所有者权益(亿元)	99.54	154.08	160.30
总资产(亿元)	148.93	237.77	308.20
总债务(亿元)	37.53	47.71	92.08
主营业务收入(亿元)	6.77	5.84	17.01
主营业务毛利率(%)	24.51	58.72	22.38
EBITDA(亿元)	5.53	6.07	8.26
所有者权益收益率(%)	5.35	3.82	3.88
资产负债率(%)	33.16	35.20	47.99
总债务/EBITDA(X)	6.79	7.86	11.15
EBITDA 利息倍数(X)	26.77	32.90	8.24

注: 1、大亚科技所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益;  
2、丹阳市城建交通投资有限公司更名为丹阳投资集团有限公司, 2013 年中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)对丹阳集团 2011-2013 年度财务报表进行重述调整;  
3、公司 2014 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

### 分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

折立 lshe@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 5 月 9 日

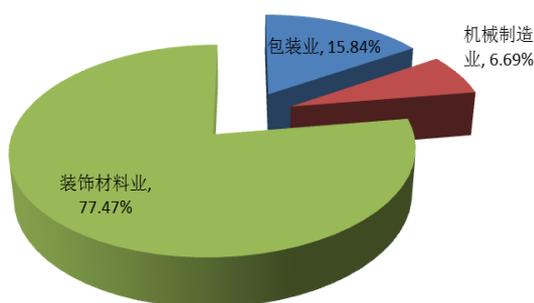
## 关 注

- 市场竞争激烈。目前，人造板、木地板行业集中度仍然较低，市场竞争压力较大。随着海外市场贸易壁垒提高，国内出口厂商逐步采取外贸转内销的经营策略，将对国内市场的竞争格局形成较大的冲击，对公司产品销售价格及盈利亦将产生不利影响。
- 费用增长较快。随着产销规模的扩大及市场开拓的推进，公司销售费用及管理费用快速增长。2013 年三费合计 17.77 亿元，占营业收入的 21.70%，大量的费用支出对公司盈利产生不利影响。
- 短期偿债压力较大。截至 2013 年末，公司资产负债率 61.66%，在行业内处于较高水平，且公司以短期债务为主，长短期债务比为 3.89，公司面临的短期偿债压力较大。
- 对外投资企业持续亏损。公司对外投资企业主要为上海大亚信息产业有限公司，投资成本为 14,700 万元。由于该企业近几年持续亏损，截至 2013 年末，公司对其长期股权投资余额已减至 0.68 亿元，后续投资风险仍需持续关注。

## 基本分析

公司业务主要分为三大板块：装饰材料业、包装业及机械制造业，各业务板块销售额均较上年有所下降。分业务板块来看，2013年公司的装饰材料业基本维持上年水平，当年实现收入62.93亿元，同比略降0.19%；同期包装业收入实现收入12.87亿元，同比下降5.80%；机械制造业完成收入5.43亿元，同比下降2.89%。总体来看，2013年公司实现营业收入81.90亿元，同比下降4.24%。

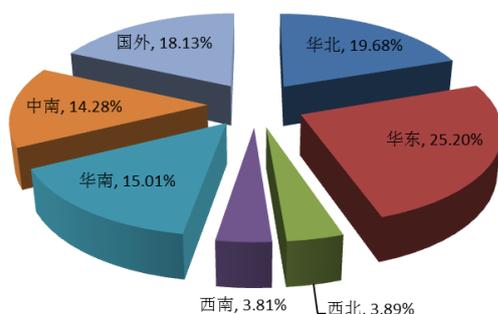
图 1：2013 年公司主要业务板块收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售区域看，2013 年公司仍以内销为主，收入主要来自华东、华北、华南和中南等地区，占主营业务收入的比例分别为 25.20%、19.68%、15.01% 和 14.28%。由于国际贸易壁垒不断提高，国内木制品出口标准随之提高，对国内木制品生产企业提出更高要求，受之影响，公司 2013 年地板出口量有所下滑。2013 年公司出口额 14.73 亿元，同比下降 6.66%。

图 2：2013 年公司主营业务分地区情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2013年我国地板总体产销量增长乏力，公司人造板销量亦出现一定程度的下滑，从而导致其装饰材料业务板块收入的下降；另2014年房地产调控对公司装饰材料业务的影响也需关注。

根据中国林产工业协会地板专业委员会《2013 年中国地板行业年度报告》，2013 年我国地板行业在内外因共同作用且较为复杂的市场环境下，整体呈现低速增长态势。其中强化木地板产销量约 2.24 亿平方米，同比增长 6.2%；实木复合地板产销量约 9,460 万平方米，同比增长 10%；实木地板产销量约 4,250 万平方米，同比增长 1.9%；竹地板产销量 3,500 万平方米，与 2012 年相比基本持平；其他地板产销量约 365 万平方米。

公司木地板产能为 4,700 万平方米，2013 年实现产量 4,116 万立方米，完成销量 4,130 万立方米，分别较上年上涨 2.39% 和 1.92%。当年产能利用率达到了 87.57%，较上年提高了 2.04 个百分点，当年产销率为 100.34%，年内表现出了较好的库存去化状态。均价方面，公司多种实木地板销售均价均较上年有所下降。2013 年公司木地板业务实现营业收入 36.93 亿元，较上年增长 9.44%，木地板业务毛利率为 28.13%，较上年下降 7.16%。

公司人造板产能为 156 万立方米，2013 年实现产量 168 万立方米，完成销量 171 万立方米，分别较上年下降 6.15% 和 5.52%。当年人造板产能利用率达到了 107.69%，较上年下降 1.46 个百分点，当年产销率为 101.79%，去库存化表现良好。均价方面，除黑龙江绥芬河的纤维板和福建三明的刨花板价格有所下降外，公司多种人造板销售均价均较上年有所上升。

公司木地板产品主要用于建筑物的地面装修，地板需求与新增房地产面积密切相关。近年来，为控制投机性房地产需求，遏制房价过快增长，国家出台了一系列政策对房地产市场进行调控。虽然木地板装修消费的目标客户是刚性和改善性住房需求者，但如果房价出现下跌趋势，会使得刚性和改善性住房需求者产生观望态度，不利于房地产的正常销售，在短期内将会对行业的发展和公司的经营产生一定的影响。

综合来看，由于人造板销量的下滑导致公司装饰材料板块收入规模的下降。从长期来看，随着国家规范人造板和木地板行业，清理整顿落后产能，扶持优势品牌成长，公司整体竞争力仍须进一步提升。

### 2013年在烟草行业产销相对低迷，受之影响，公司以铝箔和铝箔复合纸及卡纸为主的包装业务规模出现一定程度下滑。

包装材料及印刷业务是公司的传统业务，包括铝箔、铝基复合材料、烟用丙纤丝束以及包装印刷产品，主要用于烟草配套的包装和其他产品的包装印刷业务。2013年，中央政府限制“三公”经费支出以及打击贪腐等相关政策的相继出台对我国卷烟市场带来了一定影响，卷烟产销低迷，截止2013年1-11月，全国卷烟累计总产量24,068亿支，同比仅增长0.99%。

公司作为国内最大的综合性卷烟配套材料生产基地之一，与下游客户建立了长期合作关系。同时公司铝箔业务采取铝锭加固定加工费的模式收费，在一定程度上规避了受铝价波动所带来的风险。但2013年受卷烟市场整体低迷的影响，公司铝箔、铝箔复合纸及卡纸业务呈现量价齐跌，因而致使公司包装业相对其他板块而言收入下滑明显。2013年公司包装业务实现收入12.87亿元，较上年下降5.80%；包装业务毛利率为26.1%，较上年增加6.31%。

### 2013年钢材和铝材价格的下降提升轮毂制造企业的盈利空间，但受市场环境的影响，公司轮毂销量下降，机械制造业板块收入下滑。

2013年我国宏观经济发展较为疲软，但汽车产销量同比实现两位数增长，并成功跨过2,000万辆大关，被外界称为汽车的“暖冬年”。汽车产业是我国的朝阳产业，国家对汽车产业的重视程度不断增加，充分保障了汽车产业健康、持续、稳定地发展，汽车行业的发展带动轮毂等零部件制造行业。按照材质分类，轮毂主要分为钢质轮毂和铝制轮毂，2013年，钢材和铝材价格均震荡下行，轮毂制造企业利润空间加大。

轮毂业务方面，公司主要生产小规格非电镀轮

(OEM)和大规格电镀轮。目前设计产能为200万只，2013年产量达到了209万只，产能利用率为104.50%；当年轮毂销量为213万只，较上年下降7.39%。2013年公司轮毂业务实现收入5.43亿元，较上年下降3.04%；毛利率为14.49%，较上年增长33.80%。

此外，对中国企业来说，由于较多OEM市场较难进入，国内售后市场成本极高，所以出口市场是轮毂制造企业最好的选择。由于中国轮毂价格相对较低，出口量较大，美国和印度均已发起对中国钢轮毂的反倾销，而对铝轮毂的反倾销只是时间问题。另外，据不完全统计，大约有50家铝轮毂项目正在建设中，2013年底新增年产能近1亿只，而目前全球市场总规模还不到3亿只，后续轮毂行业产能过剩问题值得关注。

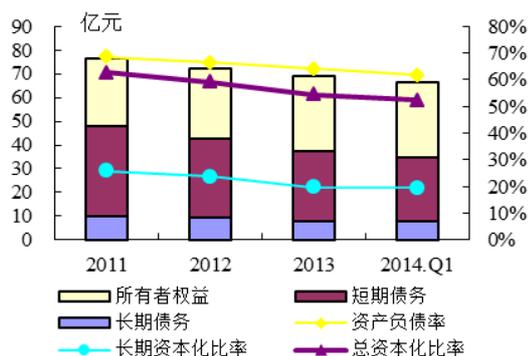
## 财务分析

以下分析基于立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司2011年、2012年和2013年度合并财务报告及公司2014年一季度未经审计的合并财务报表。

### 资本结构

2013年公司多个板块业务规模有所下滑，当年无大额在建项目投入，资产负债规模有所下降。截至2013年末，公司资产总额87.58亿元，同比下降0.37%，总负债为56.12亿元，同比下降3.74%。但利润留存的积累使得公司所有者权益规模稳定增长，截至2013年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为31.45亿元，同比增长6.27%。另截至2014年一季度末，公司资产负债规模进一步下降，公司总资产为82.59亿元，较上年末下降5.70%，总负债为50.92亿元，较上年末下降9.27%。

图 3: 2011~2014.Q1 公司资本结构



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从资产构成来看, 固定资产、存货、货币资金以及应收账款分别构成资产的主要组成部分, 截至 2013 年末, 各项目余额分别为 21.56 亿元、23.11 亿元、16.15 亿元和 7.97 亿元, 占总资产比重分别为 24.62%、26.39%、18.44%和 9.10%。随着业务规模的下降, 公司多项资产均有所下降, 但存货规模仍然相对较大, 由于原材料价格的波动, 公司存货面临一定跌价风险。

另公司 2013 年末长期股权投资余额为 1.29 亿元, 主要投资企业为上海大亚信息产业有限公司, 投资成本为 1.47 亿元, 持股比例为 49%。该企业母体目前已经没有具体经营, 具体经营业务已由其子公司上海大亚科技有限公司全部承担, 因此其亏损主要是一些折旧和摊销。截至 2013 年末, 公司对上海大亚信息产业有限公司的长期股权投资余额已减至 0.68 亿元。上海大亚科技有限公司成立于 2001 年, 主要从事 ADSL (非对称数字用户环路) PON、IPTV、DVB 等的生产, 由于目前经营状况并无明显改善, 且上海大亚信息产业有限公司的折旧和摊销仍将继续, 因此对外投资企业经营不善对公司盈利的影响或将持续。

表 1: 截至 2013 年末同行业<sup>1</sup>上市公司资本结构比较

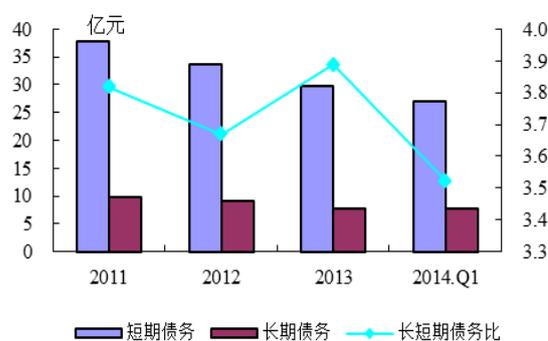
公司	资产规模	资产负债率	总资本化比率
大亚科技	87.58	64.09	54.39
宜华木业	86.25	45.84	38.27
浙江永强	48.99	35.73	27.73
美克股份	37.75	28.26	8.94
威华股份	27.84	10.63	34.42
中福实业	18.27	26.22	17.00

数据来源: 慧博智能策略终端, 中诚信证评整理

<sup>1</sup> 申万行业分类: 轻工制造—家用轻工—家具。

债务方面, 近年来由于产能扩建项目逐步完工, 公司债务融资需求下降。截至 2013 年末, 公司总债务为 37.51 亿元, 同比降低 12.20%。2013 年末公司资产负债率为 64.09%, 总资本化率为 54.39%, 较上年分别下降 2.24 个百分点和 5.07 个百分点。截至 2014 年一季度末, 由于公司期末短期借款余额进一步下降, 总债务规模下降至 34.73 亿元, 公司资产负债率和总资本化比率分别为 61.66%和 52.31%, 但较同业上市公司相比, 公司杠杆比率处于偏高的位置。

图 4: 2011~2014.Q1 公司长短期债务期限结构



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从债务期限结构来看, 公司近年来债务融资基本以短期债务为主, 2013 年末公司短期债务 29.84 亿元, 长期债务为 7.67 亿元, 长短期债务比 (短期债务/长期债务) 为 3.89。2014 年一季度末, 公司短期债务降至 27.05 亿元, 长短期债务比下降至 3.52。

综合来看, 虽然公司负债规模有所下降, 但其资产负债率在行业内处于较高的水平, 考虑到森工产业扩建已完成, 后续资本支出不大, 公司资本结构有望保持稳定。

## 盈利能力

2013 年公司各业务板块收入规模均有下降, 导致整体营业收入的下滑, 公司当年实现营业收入 81.90 亿元, 同比下降 1.48%。其中包装业收入同比下降 5.80%, 系降幅最大。2014 年一季度, 由于季节性周期影响, 公司实现营业收入 15.41 亿元, 同比增长 6.13%。

表 2：2011~2013 年公司主各板块收入及毛利率情况

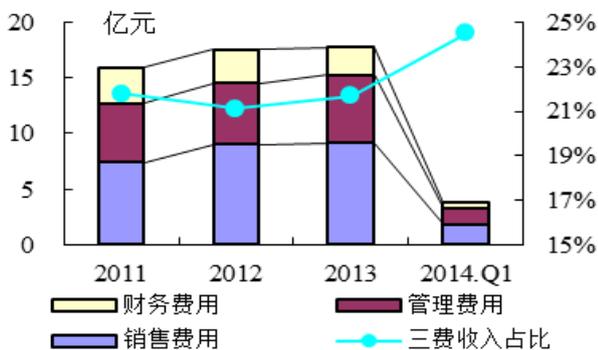
单位：亿元

业务	2011		2012		2013	
	营业收入	毛利率 (%)	营业收入	毛利率 (%)	营业收入	毛利率 (%)
包装业	13.78	23.97	13.66	24.55	12.87	26.10
机械制造业	5.37	6.86	5.60	10.83	5.43	14.49
装饰材料业	53.07	26.50	63.05	24.90	62.93	25.53

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从毛利率状况来看，近年来受益于公司良好的成本控制能力和产品较为突出的品牌优势，公司整体毛利率基本保持稳定。2013 年公司营业毛利率为 24.99%，较上年小幅上升。分板块来看，公司各板块业务毛利率均有所上升，其中机械制造业毛利上升较为明显，其原因一方面公司轮毂产品质量和技术附加值有所提升，目前达到较多厂商的要求，议价能力相对提升，另一方面由于原材料铝的价格全年呈现波动下行的趋势。

图 5：2011~2014.Q1 年公司三项费用情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

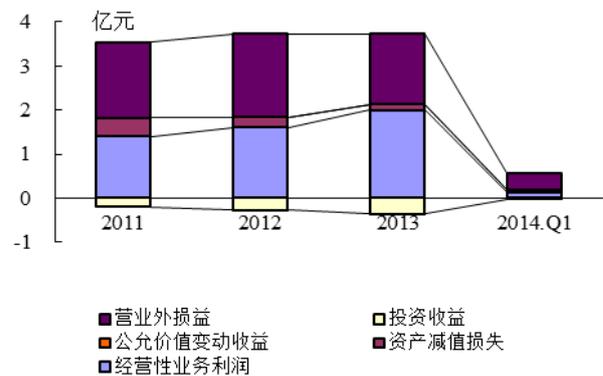
期间费用方面，随着公司各板块业务市场开拓压力较大，销售费用及管理费用逐年增加，2013 年分别上升至 9.17 亿元和 6.08 亿元。同期，由于债务规模有所减少及，财务费用减少至 2.52 亿元，公司三费合计占收入的比重为 21.70%。2014 年一季度公司期间费用为 3.78 亿元，三费合计占收入比重上升至 24.50%。

虽然 2013 年公司收入规模有所下降，但得益于利润空间的扩大，公司当年实现经营性业务利润 2.00 亿元，较上年同期增长 24.41%。公司当年资产减值损失为 0.13 亿元，同比减少 40.61%。由于全资子公司大亚车轮制造有限公司收回已全额计提坏账准备的款项 0.10 亿元而减少所致。2013 年公司确认

的投资收益为-0.36 亿元，主要是因为公司的参股子公司上海大亚信息产业有限公司受市场竞争的影响，亏损面持续扩大所致。

2013 年公司营业外损益为 1.59 亿元，同比下降 16.04%。公司作为三剩物和次小薪材为原料生产加工产品的企业，2009~2010 年期间都享受国家增值税即征即退政策<sup>2</sup>。2011 年财政部、国家税务总局下发的财税[2011]115 号《关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知》中规定，从 2011 年 1 月 1 日起即征即退的具体退税比例调整为 80%。2013 年内由于公司当期收到的退税收入减少，当年营业外损益有所下降。受以上因素的影响，公司当年完成利润总额 3.09 亿元，同比提高 2.89%。

图 6：2011~2014.Q1 年公司利润总额构成

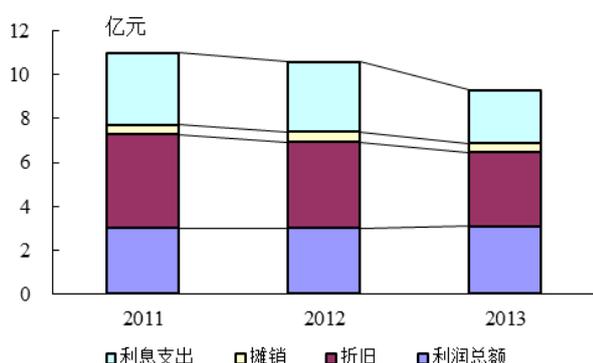


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在现金获取能力方面，2013 年公司实现 EBITDA9.30 亿元，EBITDA 收入比为 11.35%。此外，公司经营活动净现金流为 12.06 亿元，现金收入比为 0.99，较上年有所下降，主要是因为公司当年产销率下降所致。2014 年一季度公司经营性现金净流出为 2.79 亿元，主要是原材料储备及货款回收季节性影响所致。

<sup>2</sup> 根据财政部、国家税务总局财税[2009]148 号《关于以农林剩余物为原料的综合利用产品增值税政策的通知》，以三剩物、次小薪材、农作物秸秆、蔗渣等 4 类农林剩余物为原料自产的综合利用产品由税务机关实行增值税即征即退办法，具体退税比例 2009 年为 100%，2010 年为 80%。

图 7: 2011~2013 年公司 EBITDA 构成



数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

综合来看, 受市场环境的影响, 公司收入规模略有下滑, 但凭借在森工产业的品牌知名度和产品质量, 公司产品毛利空间略有上升, 经营性业务利润仍有所增加。需要关注的是, 公司近期较快增长的期间费用对利润水平造成的影响。

### 偿债能力

目前公司森工产业大规模的投资建设基本结束, 后续支出相对较小, 2013 年公司总债务规模减少至 37.51 亿元。从偿债指标看, 2013 年 EBITDA 利息倍数为 3.81 倍, 总债务/EBITDA 指标为 4.03, 公司盈利水平对债务利息的保障能力较好, 但是考虑到目前公司较高的短期债务比重, 短期内仍面临一定的偿债压力。现金流偿债指标方面, 2013 年公司经营性现金流有所增加, 当年经营活动净现金流利息保障倍数为 4.94 倍, 经营净现金流/总债务指标为 0.32, 经营性现金流对债务本息的保障能力有所增强。

表 3: 2011~2014.Q1 公司偿债能力指标

	2011	2012	2013	2014.Q1
总债务(亿元)	47.68	43.41	37.51	34.73
资产负债率(%)	68.56	66.33	64.09	61.66
EBITDA(亿元)	10.49	10.59	9.30	1.81
总债务/EBITDA(X)	4.55	4.03	4.03	19.19
EBITDA 利息倍数(X)	3.21	3.31	3.81	3.55
经营活动净现金流(亿元)	2.03	10.72	12.06	-2.79
经营净现金流/利息支出(X)	0.62	3.35	4.94	-5.47
经营净现金流/总债务(X)	0.04	0.25	0.32	-0.08

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2013 年末, 公司对控股子公司担保余额为 10.36 亿元, 对外担保余额(不含对控股子公司的担保)为 3.10 亿元, 合计 13.46

亿元, 占归属于母公司所有者权益的 53.75%。截至 2014 年一季度末, 公司对外担保余额下降至 2.80 亿元。由于公司所选择的对象均为关联方之间的担保, 对控股股东及其子公司担保均由集团提供反担保, 因此公司实际存在的或有风险相对较小。

银行授信方面, 截至 2014 年一季度末, 公司合计拥有银行授信额度 40.82 亿元, 其中未使用授信额度为 13.25 亿元。

总体来看, 公司目前杠杆比率仍然偏高, 短期债务规模较大使其面临一定的偿债压力。但由于公司 2013 年盈利空间有所提升, 经营性净现金流表现较好, 对债务本息的保障能力也获得一定提升, 总体偿债能力很强。

### 担保实力

本次债券由丹阳市城建交通投资有限公司提供全额不可撤销的连带责任保证担保。丹阳市城建交通投资有限公司于 2009 年 11 月 16 日更名为丹阳投资集团有限公司(以下简称“丹阳集团”)。

截至 2013 年末, 丹阳集团总资产 308.20 亿元, 总债务 92.08 亿元, 资产负债率 47.99%。2013 年丹阳集团实现主营业务收入 17.01 亿元, 净利润 6.22 亿元, 经营活动产生的现金净流量 10.99 亿元。

### 财政实力

2013 年, 丹阳市实现地区 GDP925.16 亿元, 增长 13%。其中第一产业实现增加值 49.75 亿元, 增长 4.1%; 第二产业实现增加值 484.06 亿元, 增长 13.1%, 第三产业实现增加值 391.35 亿元, 增长 13.5%。三次产业增加值的比重为 5.4: 52.3: 42.3。2013 年, 丹阳市财政总收入 140.50 亿元, 增长 20.60%。全社会固定资产投资 445.56 亿元, 增长 20.30%; 城镇居民人均可支配收入 33083 元, 增长 9.8%。丹阳市积极创建苏南现代化建设示范区的机遇, 推进转型升级及结构调整, 财政实力逐步提升, 为丹阳集团的偿债能力提供良好保障。

### 业务运营

丹阳集团是丹阳市唯一的投融资平台, 丹阳市城区经营用地的主要开发主体, 城市基础设施建设业务实施主体。近年来丹阳集团业务主要以土地一

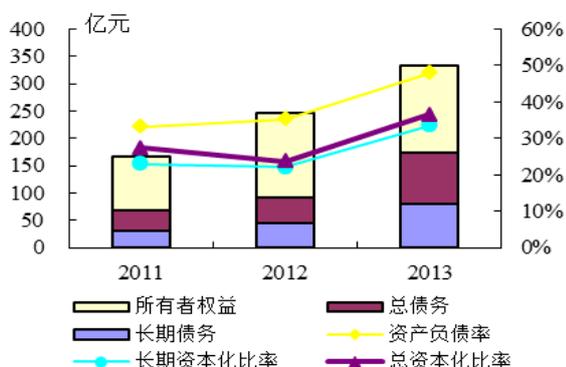
级的开发和基础设施建设业务为主，同时还负责运营丹阳市内的自来水供应和污水处理业务。从 2009 年开始，丹阳市政府将江苏丹化集团有限公司、丹阳市广播电视信息网络有限公司和宏鼎户外传媒服务中心三家企业划归丹阳集团后，集团的经营范围进一步拓展至化工和有线电视服务行业。此外，近年来丹阳集团着力将自身打造成为丹阳市国有资产投资管理实体，投资业务也获得突破。

2013 年虽然在宏观调控政策作用下，市场流动性趋紧，但是当年丹阳集团仍积极拓展融资渠道，拨付资金支持市政基础设施建设，持续推进“练湖新城”等一批重点项目，当年还新增土地收储及签订多项收购协议，对可利用土地提前介入，增强资产增值能力。2013 年丹阳投资集团还积极参与了旧城改造项目，落实多项协议和改造方案。

### 财务分析<sup>3</sup>

2013 年丹阳集团各项业务稳步发展，随着在建项目的增加，当年资本支出规模相应增加，因此债务规模也较上年也有显著提升。截至 2013 年末，丹阳集团总资产 308.20 亿元，同比增长 29.62%。总债务为 92.08 亿元，同比增长 93.00%。所有者权益为 160.30 亿元，同比增长 4.04%。截至 2013 年末，丹阳集团资产负债率为 47.99%，较上年上升 12.79 个百分点；总资本化率为 36.49%，较上年上升 12.85 个百分点。

图 8：2011~2013 年丹阳集团资本结构



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

盈利能力方面，2013 年丹阳集团实现营业收入

17.01 亿元，较上年增长 191.27%。分板块来看，2013 年土地出让收入为 9.88 亿元，同比增长 69.18%。当年收入规模的大幅增长主要得益于工程代建和房屋出租业务，分别实现收入 5.05 亿元和 2.08 亿元。从丹阳集团目前的土地储备情况来看，近期土地出让收益仍将构成其较为稳定的收入来源之一。

作为当地政府的投融资平台及土地储备机构，补贴收入亦是丹阳集团主要的收入来源之一，2013 年获得补贴收入 3.71 亿元，主要为土地收益补贴及相关经费补贴。2013 年由于新增房屋出租和工程代建业务，利润空间较为可观，丹阳集团当年实现利润总额 6.22 亿元，较上年增长 5.60%。从丹阳集团目前的土地储备情况来看，近期土地出让收益仍将构成其较为稳定的利润来源之一，并且多产业布局的业务板块也使得集团公司具备较强的抗风险能力。

表 4：2011~2013 年丹阳集团主营业务收入情况

	2011		2012		2013	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地出让	6.77	24.51	5.84	58.72	9.88	24.29
工程代建	0.00	-	0.00	-	5.05	7.52
房屋出租	0.00	-	0.00	-	2.08	50.00
合计	6.77	24.51	5.84	58.72	17.01	22.38

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从偿债指标看，2013 年丹阳集团 EBITDA 为 8.26 亿元，EBITDA 利息倍数为 8.24 倍，盈利对利息偿付的保障程度较好。但从规模增长来看，丹阳集团长短期债务均增长较快，总债务/EBITDA 增长至 11.15，面临较大的偿债压力。2013 年丹阳集团经营活动净现金流呈净流入状态，经营性现金流状况对债务本息形成一定保障，2013 年经营活动净现金流/短期债务为 1.00。丹阳集团作为当地政府的投融资平台及土地储备机构，与政府、银行保持良好的合作关系，因此具备较好的融资弹性。

<sup>3</sup> 以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2011 年、2012 年和 2013 年度财务报表。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对丹阳集团 2011-2013 年财务数据进行重述调整。

表 5：2011~2013 年丹阳集团主要偿债能力指标

	2011	2012	2013
短期债务（亿元）	7.89	3.83	11.03
长期债务（亿元）	29.64	43.89	81.05
总债务	37.53	47.71	92.08
资产负债率（%）	33.17	35.20	47.99
总资本化比率（%）	27.38	23.64	36.49
经营性现金流量净额（亿元）	9.44	-2.20	10.99
经营净现金流/短期债务（X）	1.20	-0.58	1.00
EBITDA（亿元）	5.53	6.07	8.26
总债务/EBITDA（X）	6.79	7.86	11.15
EBITDA 利息保障倍数（X）	26.77	32.90	8.24

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2013 年末，丹阳集团对集团外担保总额合计 60.53 亿元，其中为大亚科技股份有限公司提供担保 7.7 亿元<sup>4</sup>，为大力神铝业股份有限公司提供担保 8.30 亿元，为丹阳市新农市政建设有限公司提供担保 4.90 亿元，为江苏恒神纤维材料有限公司提供担保 4.90 亿元。2013 年末丹阳集团对外合计担保余额占期末归属母公司所有者权益的 37.76%，结合未清对外担保余额、被担保方的性质和经营状况来看，丹阳集团的担保风险尚在可控范围内。另外，丹阳集团为控股子公司提供担保余额 43.14 亿元。

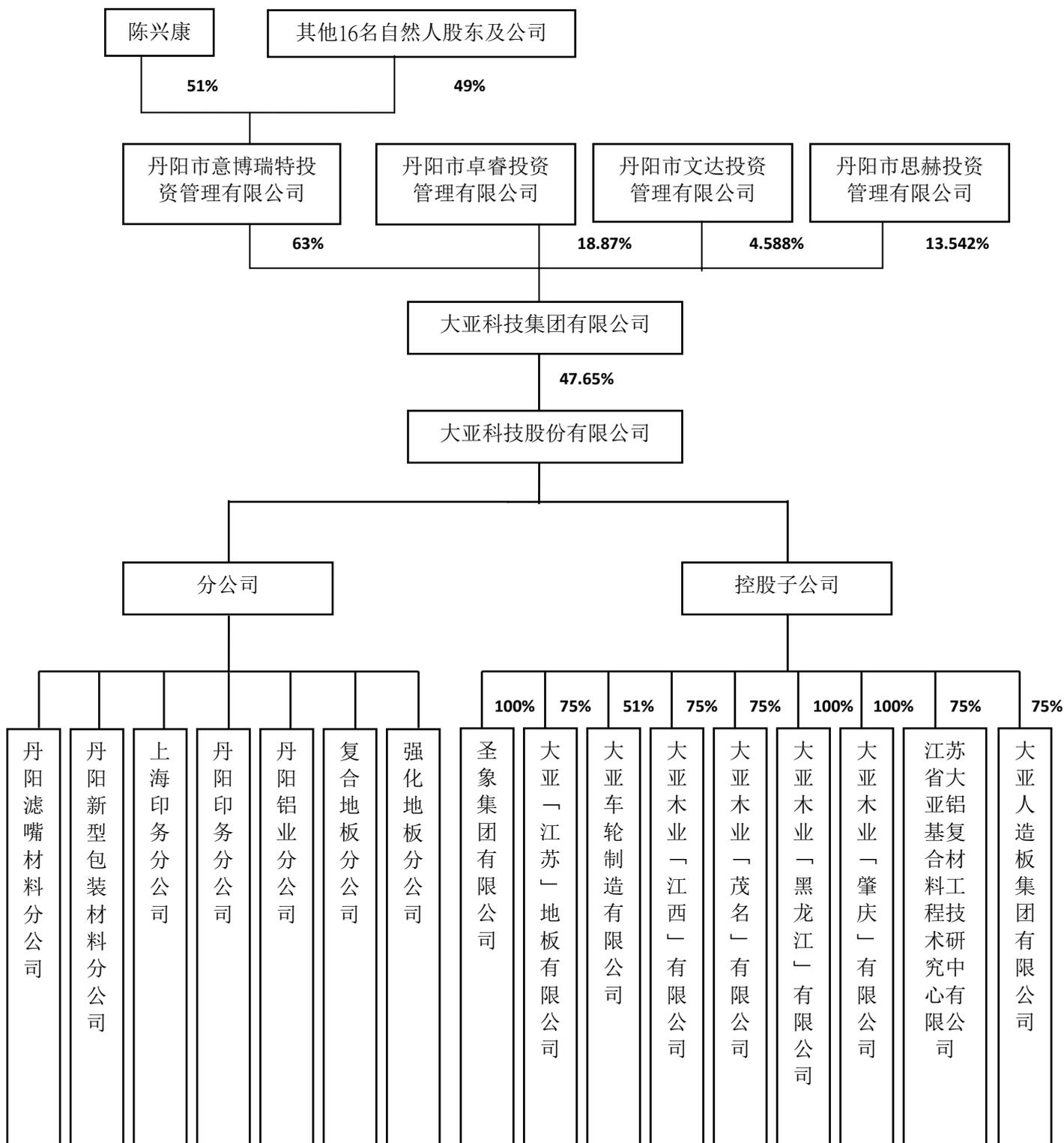
综合来看，丹阳集团作为丹阳市政府唯一的投融资平台及土地储备载体，在很大程度上得到了当地政府的财政支持，有效提升了其信用质量，并且除了土地出让收益以外，由于近年来注入资产质量较好，丹阳集团的收入规模不断增加，也为丹阳集团的偿债能力提供保障。中诚信证评认为丹阳集团提供的无条件的不可撤销连带责任担保对本次债券到期偿还提供有力保障。

## 结 论

中诚信证评维持本次公司债券信用等级为 **AA**，维持公司主体信用等级 **AA-**，评级展望为稳定。

<sup>4</sup> 系大亚科技于 2010 年 1 月发行的公司债券，担保期限为自债券存续期(2010/1/29—2015/1/29)及本期债券到期日起两年。

附一：大亚科技股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



**附二：大亚科技股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位: 万元)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	109,881.85	134,889.43	161,465.23	89,076.00
应收账款净额	88,905.05	88,026.54	79,692.42	107,601.08
存货净额	237,035.52	225,906.16	231,121.32	244,495.66
流动资产	523,636.70	524,401.39	544,659.23	502,260.71
长期股权投资	18,321.75	15,645.22	12,877.27	12,716.60
固定资产合计	273,519.48	245,427.43	215,577.52	209,064.73
总资产	908,155.46	879,026.73	875,766.43	825,898.05
短期债务	377,845.89	335,724.37	298,375.63	270,499.82
长期债务	98,985.44	98,368.38	76,748.94	76,806.88
总债务(短期债务+长期债务)	456,831.33	434,092.74	375,124.56	347,306.70
总负债	622,624.61	583,062.65	561,244.22	509,211.78
所有者权益(含少数股东权益)	285,530.85	295,964.07	314,522.21	316,686.27
营业总收入	731,265.62	831,251.80	818,979.72	154,107.59
三费前利润	173,386.53	191,585.91	197,658.86	39,161.65
投资收益	-1,934.87	-2,662.47	-3,593.03	-310.67
净利润	21,592.53	24,323.19	26,051.14	3,600.66
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	104,855.55	105,935.42	92,988.94	18,060.71
经营活动产生现金净流量	20,273.75	107,205.01	120,615.80	-27,910.86
投资活动产生现金净流量	-16,503.00	-12,708.91	-4,564.20	-1,720.99
筹资活动产生现金净流量	-30,918.74	-69,568.61	-71,326.05	-50,289.58
现金及现金等价物净增加额	-27,680.58	24,850.73	44,239.24	-79,621.23
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率(%)	24.76	24.00	24.99	26.13
所有者权益收益率(%)	7.56	8.22	8.28	4.55
EBITDA/营业总收入(%)	14.34	12.74	11.35	11.74
速动比率(X)	0.55	0.61	0.65	0.60
经营活动净现金/总债务(X)	0.04	0.25	0.32	-0.08
经营活动净现金/短期债务(X)	0.05	0.32	0.40	-0.10
经营活动净现金/利息支出(X)	0.62	3.35	4.94	-5.50
EBITDA 利息倍数(X)	3.21	3.32	3.81	3.55
总债务/EBITDA(X)	4.55	4.03	4.03	19.19
资产负债率(%)	64.09	66.33	64.09	61.66
总债务/总资本(%)	61.54	56.87	54.39	52.31
长期资本化比率(%)	25.74	23.62	19.62	19.52

注：2014 年一季度所有者权益收益率经过年化处理。

**附三：丹阳投资集团有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	25,490.71	24,467.89	54,352.95
应收账款净额	0.00	0.00	0.00
存货净额	585,250.93	859,995.86	1,085,508.28
流动资产	751,872.55	1,159,253.58	1,661,552.34
长期投资	206,290.40	227,107.36	259,056.32
固定资产合计	125,573.46	541,536.75	530,959.28
总资产	1,489,312.61	2,377,708.58	3,081,967.87
短期债务	78,900.00	38,252.00	110,330.50
长期债务	296,405.00	438,861.00	810,499.70
总债务(短期债务+长期债务)	375,305.00	477,113.00	920,830.20
总负债	493,945.86	836,880.86	1,478,972.49
所有者权益(含少数股东权益)	995,366.74	1,540,827.72	1,602,995.38
营业总收入	67,686.86	58,395.71	170,063.40
三费前利润	16,591.33	34,288.83	36,779.17
投资收益	20,341.64	5,018.03	-4,929.86
净利润	53,205.14	58,853.28	62,175.08
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	55,311.29	60,727.86	82,608.14
经营活动产生现金净流量	94,449.57	-21,995.17	109,882.50
投资活动产生现金净流量	-117,181.66	-171,660.86	-552,383.44
筹资活动产生现金净流量	-26,428.54	192,633.22	475,235.99
现金及现金等价物净增加额	-49,160.63	-1,022.82	32,735.06
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	24.51	58.72	22.38
全面摊薄的净资产收益率(%)	5.35	3.82	3.88
EBITDA/营业总收入(%)	81.72	103.99	48.57
速动比率(X)	0.84	0.75	0.86
经营活动净现金/总债务(X)	0.25	-0.05	0.12
经营活动净现金/短期债务(X)	1.20	-0.58	1.00
经营活动净现金/利息支出(X)	45.72	-11.92	10.96
EBITDA 利息倍数(X)	26.77	32.90	8.24
总债务/EBITDA(X)	6.79	7.86	11.15
资产负债率(%)	33.17	35.20	47.99
总债务/总资本(%)	27.38	23.64	36.49
长期资本化比率(%)	22.95	22.17	33.58

注：长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

**附四：基本财务指标的计算公式**

毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

全面摊薄的净资产收益率 = 归属于母公司的净利润 / 期末归属于母公司的所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定