

江苏澳洋顺昌股份有限公司

2015 年可转换公司债券 信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

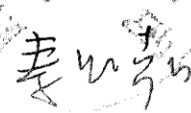
本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO., LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

分析师

姓名：
吴进发 毕柳

电话：
021-51035670
邮箱：
wujf@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

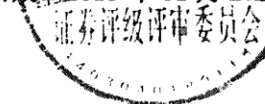
江苏澳洋顺昌股份有限公司 2015 年可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行规模：不超过 5.10 亿元

债券期限：6 年

评级日期：2015 年 01 月 25 日



发行主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

担保方式：保证担保和质押担保

担保主体：澳洋集团有限公司、昆明螺蛳湾
投资发展股份有限公司、江苏澳洋园林科技
发展有限公司

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对江苏澳洋顺昌股份有限公司（以下简称“澳洋顺昌”或“公司”）本次拟发行总额不超过 5.10 亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司金属物流配送业务量持续增长、LED 业务进展顺利、近年盈利规模较为稳定且负债水平较低，同时我们也关注到 LED 行业可能会面临产能过剩等风险因素。

正面：

- 公司金属物流配送业务量持续增长，委托配送业务占比有所提升。2013 年，公司金属物流配送业务产量、销量分别为 27.84 万吨、27.40 万吨，分别较 2011 年增长 40.75%、39.37%。2013 年委托配送业务比重由 2011 年的 5.95% 增加至 34.23%。
- 公司近年盈利规模较为稳定，且 LED 芯片业务收入增长较快。2011-2013 年，公司分别实现净利润 14,556.52 万元、14,760.37 万元和 14,412.80 万元。2014 年 1-6 月，LED 业务营业收入达 6,848.75 万元，是 2013 年全年收入 2.07 倍。
- 公司的内部公司制较好地提升了公司管理水平。内部公司制的核心理念是：通过划小核算单元，让每个核算单元成为自负盈亏的小公司，即强调自运作、自驱动，使得公司管理水平有所提升。
- 公司负债水平较低。股票非公开发行后，2014 年 6 月末资产负债率下降至 29.21%。

关注:

- 公司 LED 业务毛利率可能会受到芯片价格持续下跌影响。我国 MOCVD 保有量 2013 年末已达 1,017 台,随着产能的迅速扩张,芯片及外延片价格大幅下滑,2010-2012 年芯片价格下降 60%,2013 年下滑 20%,需关注芯片价格持续下行对公司 LED 业务毛利率的影响。
- 公司小贷业务成长空间不大,且需关注贷款不良风险。2013 年,公司期末发放委托贷款及垫款余额 5.09 亿元,受资本金规模限制,未来成长空间不大;2011-2014 年 6 月发生各类减值损失共计 2,455.90 万元,未来需要持续关注小贷业务的坏账风险。

主要财务指标:

项目	2014 年 6 月	2013 年	2012 年	2011 年
总资产 (万元)	226,046.77	195,323.88	174,490.56	172,502.96
归属于母公司所有者权益 (万元)	131,666.76	75,671.89	67,631.20	57,988.47
有息债务 (万元)	41,780.35	71,424.28	65,507.89	79,527.49
资产负债率	29.21%	45.57%	44.26%	50.54%
流动比率	1.89	1.10	1.06	1.12
速动比率	1.51	0.84	0.74	0.72
营业总收入 (万元)	71,382.30	149,477.13	175,653.53	183,016.88
营业利润 (万元)	10,461.67	17,697.64	15,848.34	17,172.50
利润总额 (万元)	11,409.79	18,201.48	17,981.39	17,290.00
综合毛利率	21.84%	18.57%	15.48%	13.78%
总资产回报率	5.92%	11.22%	12.35%	14.02%
EBITDA (万元)	14,335.55	23,461.32	23,275.98	21,963.50
EBITDA 利息保障倍数	13.47	9.24	6.76	6.81
经营活动净现金流净额 (万元)	18,978.93	11,222.45	39,423.55	-15,294.04

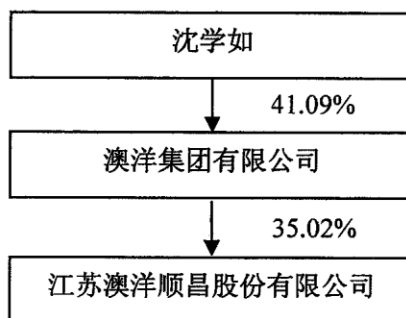
注: 综合毛利率={1-(营业成本+利息支出+手续费及佣金支出)/(营业收入+利息收入+手续费及佣金收入)}*100%

资料来源: 公司审计报告及公司半年报

一、发行主体概况

公司前身为张家港澳洋顺昌金属制品有限公司，由澳洋集团有限公司与香港昌正有限公司于2002年9月30日共同投资设立；2007年3月经商务部批准，公司整体变更为股份有限公司，并于2008年6月5日在深圳证券交易所挂牌交易（股票代码：002245）。截至2014年6月30日，公司注册资本和实收资本均为4.42亿元，控股股东为澳洋集团有限公司（持股15,474 万股，其中已质押13,000万股），实际控制人为沈学如。公司产权及控制关系如下图所示。

图1 截至2014年6月30日公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司主营业务包括金属材料的加工、LED 业务及小额贷款业务。截至 2013 年 12 月 31 日，公司纳入合并范围子公司共 12 家。

表1 截至2013年12月31日公司纳入合并范围子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本	持股比例 (%)
1	张家港润盛科技材料有限公司	物流配送	1,730 万美元	75%
2	江苏鼎顺创业投资有限公司	创业投资	3,000 万元	100%
3	张家港昌盛农村小额贷款公司	提供小额贷款、担保	30,000 万元	42.84%
4	上海澳洋顺昌金属材料有限公司	物流配送	8,000 万元	100%
5	澳洋顺昌能源技术（苏州）有限公司	能源管理	3,000 万元	60%
6	江苏澳洋顺昌光电技术有限公司	LED 外延片及芯片	25,000 万元	100%
7	张家港奥科森贸易有限公司	进出口贸易	500 万元	100%
8	广东澳洋顺昌金属材料有限公司	物流配送	500 万美元	75%
9	淮安澳洋顺昌光电技术有限公司	LED 外延片及芯片	20,000 万元	100%
10	广东润盛科技材料有限公司	物流配送	6,000 万元	75%
11	扬州澳洋顺昌金属材料有限公司	物流配送	15,000 万元	100%
12	香港澳洋顺昌有限公司	贸易	10,000 港币	75%

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产总额为 195,323.88 万元，归属于母公司的所有者权益为 75,671.89 万元，资产负债率为 45.57%。2013 年，公司实现营业总收入 149,477.13 万元，利润总额 18,201.48 万元，经营活动现金流量净额 11,222.45 万元。2014 年 1-6 月，公司实现营业总收入 71,382.30 万元，利润总额 11,409.79 万元，经营活动现金流量净额 18,978.93 万元。

二、本期债券概况

债券名称：江苏澳洋顺昌股份有限公司2015年可转换公司债券。

发行总额：不超过人民币5.10亿元。

债券期限：自发行之日起6年。

票面利率：本期债券票面利率不超过4.0%，具体每一一年度的利率水平由公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构及主承销商协商确定。

还本付息方式：本期债券采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为本期债券发行首日；每年的付息债权登记日为每年付息日的前一交易日，公司将在每年付息日之后的五个交易日内支付当年利息。在付息债权登记日前（包括付息债权登记日）申请转换成公司股票的本期债券，公司不再向其持有人支付本计息年度及以后计息年度的利息。

年利息的计算公式为： $I = B * i$ 。

I：指年利息额；

B：指本期债券持有人在计息年度（以下简称“当年”或“每年”）付息债权登记日持有的本期债券票面总额；

i：指本期债券的当年票面利率。

转股期限：本期债券转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止。

担保方式：公司控股股东澳洋集团有限公司为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，并以质押所持有的江苏澳洋科技股份有限公司（深交所上市公司，股票代码 002172，以下简称“澳洋科技”）2,500 万流通股股份的方式，按照本期债券本金的 15% 的比例提供无条件不可撤销的质押担保；昆明螺蛳湾投资发展股份有限公司、江苏澳洋园林科技发展有限公司分别按照本期债券本金的 70%、15% 的比例提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过 51,000.00 万元，资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	占总投资比例
LED 外延片及芯片产业化项目（二期）	92,571.20	51,000.00	55.09%

资料来源：公司提供

该项目位于淮安市清河区珠海东路南侧、景秀路西侧，用地面积88,321.62平方米，拟建厂房、综合楼等总建筑面积19,175.8平方米。项目主要购置蓝绿光外延炉MOCVD、Sputter、DBR光学镀膜机、电感耦合等离子蚀刻机、PSS线（套）、光刻机等各类进口和国产生产及辅助设备670台（套）。项目建成后预计将新增2寸蓝绿光外延片及芯片年产能264万片。

项目建成达产后，预计达产后年销售收入80,520.00万元，年税后利润18,423.58万元，税后财务内部收益率为26.15%，税后投资回收期为5.13年¹。

项目预计总投资92,571.20万元，包括建筑工程费6,586.39万元、设备投资72,684.81万元和铺底流动资金10,000.00万元。截至2014年8月末，项目尚未开工。

四、运营环境

IT 金属物流配送行业发展迅速，但部分高端产品依赖进口，且存在 IT 制造业转移风险

金属物流在我国是一种新兴产业，发展时间较短，但中国金属物流行业已经形成了一定规模。据不完全统计，目前全国较为专业、装备精良、有一定规模的钢材加工配送中心已超过 450 家，年钢材加工配送能力超过 5,000 万吨。上述配送中心主要分布在华南、华东、中南、京津等经济较发达地区，但近几年随着部分劳动密集型企业向中西部的转移，钢材加工配送业在开始在全国逐步发展。

IT 金属物流行业的发展主要受 IT 制造业发展的影响，而 IT 制造业是电子信息制造业的重要组成部分，其销售收入约占电子信息产品制造业总销售收入的 50%左右。“十二五”期间，我国电子信息制造业实现了持续、快速发展，对经济社会发展起到了重要支撑作用。据工信部统计数据显示，2012 年我国电子信息产业销售收入达到 11 万亿元，增幅超 15%。

¹ 募投项目收益数据来自《江苏澳洋顺昌股份有限公司关于公开发行可转换公司债券募集资金运用的可行性分析报告》。

我国目前 IT 产业生产集群主要集中在长三角、珠三角及环渤海区域，相应的专业金属物流企业也集中在上述区域。

虽然国内耐指纹镀锌板等高端钢板的质量水平已经达到国际先进水平，但是铝合金板的质量与国际水平尚有一定差距。IT 金属物流业受客户的要求及国内产品稳定性因素影响，采用的高端铝合金板仍然大部分依靠进口，对国内 IT 金属物流企业发展有一定的制约性。此外，受人工成本上升等因素影响，我国 IT 制造业开始存在向东南亚等国家转移的风险。

IT 金属物流业存在以下发展趋势：规模化经营将有效化解随着竞争加剧带来的毛利减少的风险；充分运用信息技术提高客户服务质量；通过多区域设立分支机构，充分开拓行业市场。

IT 金属物流行业壁垒包括规模、技术、资金和客户资源等，成本控制能力为企业关键竞争力

规模因素是影响 IT 金属物流业企业盈利能力的重要因素之一。采购方面，采购规模的大小可以影响上游基材供应商的信用政策、采购价格，从而有效地降低成本；销售方面，充足的客户规模是专业配送的基础。

IT 金属物流业作为一个专业现代物流行业，既需要具备信息技术、运输组配技术等现代物流通用技术，又需要具备套裁优化加工技术、材质匹配控制技术等金属物流行业专用技术。目前，国内能够掌握上述技术并有效整合的企业较少，人才也相对稀缺。新进者很难短期内组建技术队伍，掌握相关技术，从而形成相应的行业壁垒。

IT 金属物流需要向客户提供基材采购、仓储、加工、包装、配送的全过程服务，缺乏足够的资金规模将制约企业的正常业务开展。一方面提前购买带来的资金压力及未来客户需求的不确定性，需要企业拥有一定的资金实力以承担相关风险。另一方面，本行业企业一般都需为客户提供 1-3 个月的赊销期付款优惠，赊销付款将会占用企业的资金，增加企业运营压力。

IT 金属物流业的竞争体现在对优质客户资源的争夺，特别是争夺世界一流的 IT 产品制造企业。这些 IT 制造企业对专业物流公司资质、产品质量、服务能力等要求很高，需要通过复杂的认证过程，以保证其供应的持续、稳定、及时。这类客户忠诚度较高，一旦与这类客户建立了良好的合作关系，只要 IT 金属物流企业自身不出现重大问题，一般不会被取代。因此，新进者很难取代原有企业的供应商地位。

此外，市场上金属材料套裁、配送服务的价格较为稳定，钢板套裁、服务费价格一般为 400-600 元/吨，铝合金板套裁、服务费价格一般为 1,000-1,500 元/吨。在价格相当的情

况下，成本控制成为决定企业竞争力的关键。

我国LED芯片产能不断增加，国产化率不断提高，未来芯片制造企业的核心竞争力将体现在规模和成本控制能力方面，但随着行业产能提升，芯片价格持续下跌，业内企业面临盈利能力下滑的风险

LED (light emitting diode)，即发光二极管，是一种能够将电能直接转化为可见光的固态半导体器件。相较于传统光源，LED拥有发光效率高、启动速度快、无频闪、无污染、使用寿命长等优势。LED产业链一般可分为上游外延芯片、中游封装和下游应用产品。2013年，我国LED产业产值共计2,638亿元，同比增长28.12%；其中，上游LED芯片产值84亿元，同比增长16.67%；中游LED封装产值473亿元，同比增长19.14%；下游LED应用产值2,081亿元，同比增长30.88%。

表3 2010-2013年我国LED各产业链产值情况(单位：亿元)

产业链		2013年	2012年	2011年	2010年
上游	LED芯片	84	72	60	40
中游	LED封装	473	397	320	270
下游	LED应用	2,081	1,590	1,160	950
合计		2,638	2,059	1,540	1,260

资料来源：Wind 资讯

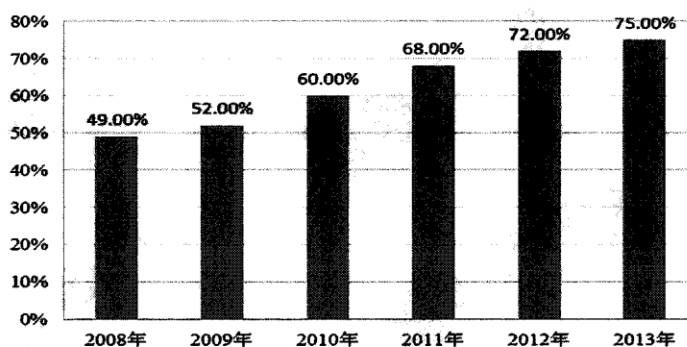
在LED产业链中，上游芯片制造及外延片设备投资额较大，生产和研发投入含量高，属于核心部件，因此毛利率在产业链中最高。生产工艺方面，在外延片上注入基区和发射区，再通过切割等工艺，就可以形成LED芯片。LED外延片则是在蓝宝石衬底上通过化学气相沉积技术生长出来的一层薄膜，而外延片生长也是半导体照明产业技术含量最高、对最终产品品质、成本控制影响最大的环节。LED芯片的核心生产设备为MOCVD，目前该设备只有德国、美国和日本能够生产，但日本不对外出口，大陆使用的主要是Aixtron（德国）、Veeco（美国）生产的，以Aixtron的为主。

目前，全球已经形成欧美、日本、韩国、台湾、中国大陆五大LED外延片及芯片生产区域；其中，欧美、日本、韩国的厂商的生产线包括了封装、应用环节，最终产品为LED器件；台湾、中国大陆的厂商最终产品一般为LED芯片。就发展水平和竞争优势而言，第一梯队为欧美、日本，代表厂商有日亚化学、丰田合成、科锐、飞利浦Lumileds和欧司朗等；第二梯队为韩国、台湾，代表厂商有首尔半导体、晶电等；第三梯队为中国大陆，代表厂商有三安光电、乾照光电、华灿光电、德豪润达等。LED发展到现阶段，资本、技术、规模等将会决定一个企业生死存亡，目前我国LED芯片上市公司已初步形成第一梯队，主要有三安光电、德豪润达、乾照光电、华灿光电、国晶光电、澳洋顺昌等，其余非上市的

几十家芯片企业为第二梯队。

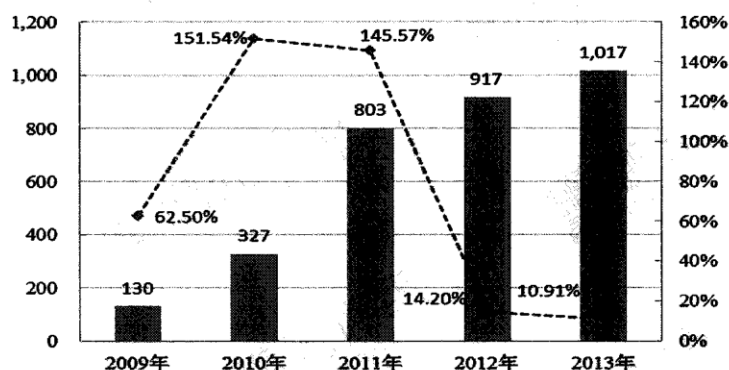
相较而言，近年我国LED芯片产业竞争力不断增强，国产化率不断提高，2013年已达75%，中低端芯片和国外性能已相差无几，但高端芯片依然依赖进口。同时，我国MOCVD保有量2013年已达1,017台，随着产能的迅速扩张，芯片及外延片价格大幅下滑，2010-2012年芯片价格下降60%，2013年再次下滑20%。但是，芯片价格同样受技术进步和产业链不断成熟推动，目前国内芯片生产企业仍保持了较高毛利率，以行业龙头三安光电为例，其2013年毛利率仍高达36.24%。同时，我们也关注到，受下游需求强劲增长影响，2014年以来，三安光电、乾照光电、华灿光电等企业纷纷加码LED芯片扩产计划，合计投资超100亿元，如下游需求不足，芯片行业可能会面临产能过剩，从而导致芯片生产盈利空间下滑。此外，芯片生产由于具有较高的技术含量，生产工艺和管理水平会影响到产品良品率，即产品生产成本的高低，未来我国芯片制造企业竞争将依赖于规模效益和成本控制能力。

图2 近年我国 LED 芯片国产化率情况



资料来源：Wind 资讯

图3 我国 MOCVD 保有量及增长情况（单位：台）



资料来源：Wind 资讯

总体而言，近年我国LED芯片产能不断增加，国产化率不断提高，未来芯片制造企业的核心竞争力将是规模和成本控制能力；同时芯片制造产能不断增加，芯片制造企业有盈

利能力下滑的风险。

技术进步和规模经济不断推动LED照明产品价格下降,市场渗透率未来有望大幅提升,加上政策推动,我国LED照明产品市场有较大成长空间

LED产品应用领域主要包括照明、背光源和显示屏三个方面,其中照明可进一步细分为室内照明、室外照明、景观照明和特种照明等,室内照明是目前增长最快的细分领域。宏源证券研报²显示,2013年,我国LED市场应用市场总规模达2,081亿元,其中室内照明规模达626亿元,同比增长86.85%,占比从2012年的23%提升至30%,2014年室内照明市场规模有望提升至1,000亿元。从世界照明市场结构看,室内照明占比41%,我国室内照明市场仍有较大提升空间。

表4 2010-2013年我国LED产品应用占比情况

年份	通用照明	背光应用	景观照明	显示屏	信号指示	汽车照明	其他
2010年	21.00%	18.00%	23.00%	17.00%	7.00%	2.00%	12.00%
2011年	25.00%	18.00%	24.00%	14.00%	6.00%	1.00%	12.00%
2012年	28.00%	19.00%	22.00%	13.00%	5.00%	1.00%	12.00%
2013年	33.70%	18.90%	20.10%	11.60%	3.90%	1.30%	10.50%

资料来源: Wind 资讯

市场渗透率方面,LED照明替代的关键因素在于价格。近年,得益于技术进步和应用拓展带来的规模效应,LED产品价格持续下降,申银万国³研究表明,目前LED照明灯的价格已经比较接近节能灯,个别品牌甚至已经持平。我们预期,在价格逐步趋近的情况下,无污染、使用寿命长等优势将会推动LED照明灯对白炽灯、节能灯的大规模替代。麦肯锡咨询数据显示,2011年LED在通用照明的渗透率为12%左右,预计2016年渗透率将达43%,2020年渗透率为64%,目前LED在通用照明市场渗透率还较低,LED在通用照明市场未来一段时间内成长空间较大。

政策层面,因为白炽灯功耗大,寿命短,各国政府纷纷推出淘汰白炽灯计划。据 TRI 预测,到2015年,全球 LED灯泡销量将由2008年的2千万支增长至80亿支,复合年均增长率为135%。而我国于2012 年发布《中国逐步淘汰白炽灯路线图》,计划于2016年10月1日起禁止进口和销售15瓦及以上普通照明白炽灯。此外,2013年1月,财政部在《节能产品政府采购清单》中首次加入了LED照明产品;2013年2月,国家六部委联合发布了《半导体照明节能产业规划》,提出LED产业的发展目标,2013-2015年LED照明节能产业产值年均增长30%左右,2015年达到4,500亿元(其中LED照明应用产品1,800亿元),LED

² 《照明行业的绿色革命—LED》,宏源证券,2014年4月8日。

³ 《景气将延续,寻找超越行业的增长》,申银万国,2014年5月27日。

照明产品渗透率达到20%，芯片国产化率达到80%以上。

总体而言，技术进步和规模经济不断推动LED照明产品价格下降，市场渗透率未来有望大幅提升，加上政策推动，我国LED照明产品市场有较大成长空间。

五、公司治理与管理

公司组织架构较为完善，“内部公司制”管理模式较好地提升了公司管理水平

自首次公开发行股票以来，公司已制订了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等规范性文件，并不断修订和完善，建立了股东大会、董事会、监事会和经理层等较为完善的公司治理架构，股东大会是公司最高权力机构，董事会根据股东大会的决议履行职责，监事会对董事会和董事、高级管理人员履行监督职能，经理层根据董事会的决议具体负责公司的日常经营。公司还逐步依法建立健全了股东大会、董事会、监事会、独立董事制度和总经理工作规则。公司组织架构图详见附录四。

公司首创的内部公司制，获得《商业评论》2013 年第七届管理行动奖，并被中欧商业评论誉为中国的阿米巴。该制度的核心思想是，通过划小核算单元，让每个核算单元成为自负盈亏的小公司，核算单元可以细化到具体的业务团队。为核算每个小公司的盈亏，公司管理层确定了核算要素，建立起内部核算规则。内部核算根据公司自行规定的核算规则得出的财务报表。精细化的内部核算规则潜移默化地为公司培养更多的“生意人”，以销售人员为例，在做任何一单业务时，业务人员都要考虑涉及整个业务流程的各个要素和数据：如资金占用利息、加工费涨跌、包装成本等。

同内部核算规则一样，公司的绩效考核方案也同样经过精细化设计，按照工作的“可量化”与“不可量化”，公司的考核方式分为两大类：效益法与工分法。效益法又分为直接效益和间接效益，工分法又分为日常工分和项目工分。因此，对一个工作岗位的考核方式少则一种，多则四种，这种精细化的考核方案在客观上还可以起到对员工的培训作用。公司已开发了相应的内部公司制管理 ERP 软件、金属物流套裁组配软件等。

此外，公司重视营销导向，除了反映在收入方面，研发方面也是营销引导技术，即销售人员判断市场风向，确定技术研发方向，从而保证了从研发到产生效益的过程最短。

公司推出的股权激励计划有利于激发中层管理人员、核心业务（技术）人员的工作积极性

公司于2013年11月18日推出股权激励计划，拟向激励对象84人授予权益总计1,277万份，约占公司总股本的3.5%。本次激励计划包括股票期权激励计划和限制性股票激励计划两部分，计划有效期为自首次股票期权授权之日起计算，最长不超过4年。

股票期权的授予对象为中层管理人员、核心业务（技术）人员。其中，公司拟向 36 名激励对象授予 232.5 万份股票期权，约占公司总股本总额的 0.64%，行权价格为 6.21 元。公司还拟向包括高管人员在内的 66 名激励对象授予 1044.5 万股限制性股票，占公司总股本的 2.86%，授予价格为 3.04 元。

按照计划，授权日起满 12 个月后，激励对象应在未来 36 个月内分三期行权，行权比例分别 40%、40%和 20%。行权条件为：以 2013 年年度净利润为基数，公司 2014 年、2015 年、2016 年各年度净利润较 2013 年增长率分别不低于 20%、44%、72%。

公司实施股权激励计划一方面将有利于企业稳定和吸引优秀的管理人才和技术人才，另一方面使企业的管理者和关键技术人员成为企业的股东，其个人利益与公司利益趋于一致，提高其工作的积极性。

六、经营与竞争

近年，公司一方面不断深耕金属物流业务，业务量保持平稳增长，另一方面加快 LED 业务进程，并已逐步成为公司重要的收入增长点。2013 年，公司共实现主营业务收入 14.67 亿元，较上年下降 14.86%，系主动物流配送业务量有所下滑、原材料价格下降等因素所致。

公司收入主要来自金属物流配送、LED 业务及小额贷款业务；2013 年，上述业务分别实现主营收入 13.35 亿元、0.33 亿元和 0.96 亿元，占总收入比重分别为 91.03%、2.26% 和 6.56%。目前，金属物流业务是公司主要的收入来源；但 LED 业务随着设备逐步投产，收入增速较快，2014 年 1-6 月，公司 LED 业务主营收入已达 0.68 亿元，是上年收入 2.07 倍，预期未来占比还将大幅上升。

毛利率方面，2013 年公司主营业务毛利率达 17.20%，较 2011 年提升 3.09 个百分点；2014 年 1-6 月，公司毛利率进一步提升至 20.11%。公司毛利率提升，一方面系主动物流配送业务服务费与销售挂钩，相对稳定，但基材采购价格下跌导致毛利率提升；另一方面系毛利率较高的委托物流配送业务和 LED 业务收入增加所致。公司近三年又一期主营业务收入构成和毛利率情况见下表。

表5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014 年 6 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
金属 主动物流配送	56,737.44	12.58%	131,056.15	11.22%	161,850.30	9.35%	170,614.91	8.23%

物流	委托物流配送	1,691.67	49.84%	2,449.61	35.02%	868.77	20.21%	743.70	64.38%
	贷款利息收入	3,716.69	84.11%	9,497.87	88.32%	9,292.09	90.59%	7,900.06	88.62%
小贷	担保手续费及佣金收入	108.86	99.08%	126.49	90.29%	247.59	95.70%	208.73	99.15%
LED		6,848.75	39.23%	3,311.40	29.35%	-	-	-	-
能源		-	-	222.22	87.64%	-	-	-	-
合计		69,103.40	20.11%	146,663.74	17.20%	172,258.75	13.91%	179,467.41	12.11%

资料来源：公司年报

➤ 金属物流配送业务

公司近年委托配送业务量迅速增长，金属物流业务在业内保持领先地位，但需关注IT制造企业转移的影响

公司目前为客户提供金属材料的仓储、分拣、套裁、包装、配送等完整供应链服务，是长三角地区规模最大的IT金属物流配送企业，业务范围主要覆盖长三角及珠三角地区。公司金属物流产品包括钢铁薄板和铝合金板。钢铁薄板可分为耐指纹镀锌薄板和普通冷、热轧薄板，其中耐指纹镀锌薄板是IT制造业需求的主要金属材料；铝合金板轻便、散热性强、加工性好，主要用于高端IT产品（如液晶模组、笔记本电脑）的结构件。

公司金属物流配送业务模式分为主动物流配送模式和委托物流配送模式。主动配送业务方面，公司需要根据市场需求预测（主要客户为长期合作关系），提前1.5-2个月左右采购备货，然后根据客户要求裁剪、配送，销售价格按照“基材价格+一定金额服务费”的原则确定，其中“基材价格”是指销售时基材的市场价格，服务费主要与配送量挂钩，相对稳定；公司利润来源于相对稳定的服务费，以及采购价格和市场价格之间的差异，但需面临一定的基材价格下跌风险。委托配送业务，公司仅对客户自行提供的材料进行加工并收取服务费，上海主要以委托物流业务模式为主。公司目前金属物流客户以IT制造企业为主，客户总数超1,000家，国内、国外客户各约占一半。公司金属物流业务的客户较为分散，金属物流业务板块前九大客户销售总额占当期金属物流业务销售总额比重仅24.42%。

表6 2014年1-6月公司金属物流业务板块前九大客户情况（单位：万元）

客户名称	销售金额	占当期金属物流业务销售总额比重
苏州州巧精密金属有限公司	2,713.71	4.64%
昆山乙盛机械工业有限公司	2,073.46	3.55%
东莞东山精密制造有限公司	2,047.34	3.50%
上海博俊精密部件有限公司	1,911.20	3.27%
深圳市柏泽精密技术有限公司	1,226.13	2.10%

景智电子（合肥）有限公司	1,205.79	2.06%
联益精密（中山）有限公司	1,133.03	1.94%
烟台正乙精密电子有限公司	1,026.20	1.76%
亚奇拉科技（苏州）有限公司	934.00	1.60%
总额	14,270.86	24.42%

资料来源：公司提供

公司现有三大生产基地，分别位于江苏张家港、上海及广东东莞，合计产能约27万吨⁴。其中，张家港本部钢板产能约13万吨/年、铝板约2万吨/年，广东东莞钢板产能约7万吨/年、铝板约1万吨/年；上海钢板产能约4万吨/年。

2013年，公司金属物流配送业务产量、销量分别为27.84万吨、27.40万吨，分别较2011年增长40.75%、39.37%。从产品结构来看，钢板配送业务占比85.88%、铝板配送业务占比14.12%，三年保持相对稳定；但从业务模式结构来看，2013年主动配送业务、委托配送业务比重由2011年的94.05%、5.95%调整至65.77%、34.23%。由于基材价格下行，公司主动物流配送业务规模有所控制，业务量有所波动，公司近年金属物流业务量提升主要受委托配送业务量增长推动；但由于委托配送业务收入仅来自服务费，因此该业务对收入规模提升不明显。同时我们也注意到，受人工成本上升等因素影响，近年我国的IT制造企业开始逐步向东南亚等地转移，未来可能会对公司的金属物流业务产生一定影响。

总体而言，公司近年委托配送业务量迅速增长，金属物流业务在业内保持领先地位，但需关注IT制造企业转移的影响。

表7 近三年又一期公司金属物流配送业务产销情况（单位：万吨）

产品	2014年1-6月	2013	2012	2011
金属物流配送业务	生产量	14.71	27.84	23.40
	销售量	14.91	27.40	23.12
	库存量	1.55	1.76	1.31

资料来源：公司提供

表8 近三年又一期公司主动物流配送、委托物流配送规模（单位：万吨）

项目	2014年6月		2013年		2012年		2011年	
	配送数量	占比	配送数量	占比	配送数量	占比	配送数量	占比
钢板-主动物流配送	7.33	49.16%	15.82	57.74%	17.55	75.91%	15.50	78.84%
钢板-委托物流配送	5.47	36.69%	7.71	28.14%	2.40	10.38%	0.92	4.68%
钢板配送小计	12.80	85.85%	23.53	85.88%	19.95	86.29%	16.42	83.52%
铝板-主动物流配送	0.88	5.90%	2.20	8.03%	2.62	11.33%	2.99	15.21%

⁴ 实际产能会因钢板、铝板配送比重以及加工难易有一定差异。

铝板-委托物流配送	1.23	8.25%	1.67	6.09%	0.55	2.38%	0.25	1.27%
铝板配送小计	2.11	14.15%	3.87	14.12%	3.17	13.71%	3.24	16.48%
合计	14.91	100.00%	27.40	100.00%	23.12	100.00%	19.66	100.00%

资料来源：公司提供

公司一方面不断优化供应链采购，另一方面加强库存管理，以降低基材价格波动风险。公司金属物流业务所需基材，主要包括钢铁薄板、铝板两大类。在主动配送模式下，公司需要对基材进行采购，账期在1个月左右；委托配送模式下公司仅负责套裁、配送，并不进行基材的采购。

目前，国内钢铁薄板质量水平已经与国外相当。公司钢铁薄板主要从宝钢、武钢、首钢、鞍钢等境内钢材生厂商及其贸易商购买，少部分高端钢铁薄板从韩国、日本、台湾等地进口；国内铝板的质量水平较国外还有一定差距，但是差距正在缩小。公司高端铝板主要从韩国诺贝丽斯、台湾中钢铝、日本住友等境外生产商购买，普通铝板主要从中国铝业、西南铝业等境内铝板生厂商及其贸易商购买。由于公司委托业务量占比不断提升，公司近年基材采购量有所下降；并且由于液晶电视部分结构件所使用的金属材料由铝板变为钢铁薄板，公司铝板2013年采购量较2011年下滑39.61%，至2.18万吨。

表9 公司金属物流主动配送业务原材料采购数量情况（单位：万吨）

产品	2014年1-6月	2013	2012	2011
钢板	7.29	15.80	17.97	15.77
铝板	0.84	2.18	2.50	3.61

资料来源：公司提供

表10 公司金属物流主动配送业务原材料采购均价情况（单位：万元/吨）

产品	2014年1-6月	2013	2012	2011
钢板	0.44	0.47	0.47	0.54
铝板	1.56	1.77	1.90	2.19

资料来源：公司提供

表11 公司近年原材料采购前五大供应商情况（单位：万元）

项目	2014年1-6月		2013年		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
江苏大华钢铁有限公司	4,948.74	9.79%	7,935.72	7.14%	10,228.40	7.03%	-	-
武汉钢铁集团公司	4,524.09	8.95%	12,262.22	11.03%	-	-	-	-
宝山钢铁股份有限公司	3,467.96	6.86%	9,588.20	8.63%	7,522.25	5.17%	16,119.10	10.08%
诺贝丽斯韩国株式会社	3,142.82	6.22%	6,558.60	5.90%	13,770.21	9.46%	23,825.18	14.90%
中国铝业股份有限公司	2,846.94	5.63%	-	-	-	-	-	-
澳泰发展有限公司	-	-	11,226.47	10.10%	-	-	-	-
深圳市港汇实业有限公司	-	-	-	-	18,419.40	12.66%	40,344.80	25.23%
广州宝钢南方贸易有限公司	-	-	-	-	8,027.30	5.52%	-	-

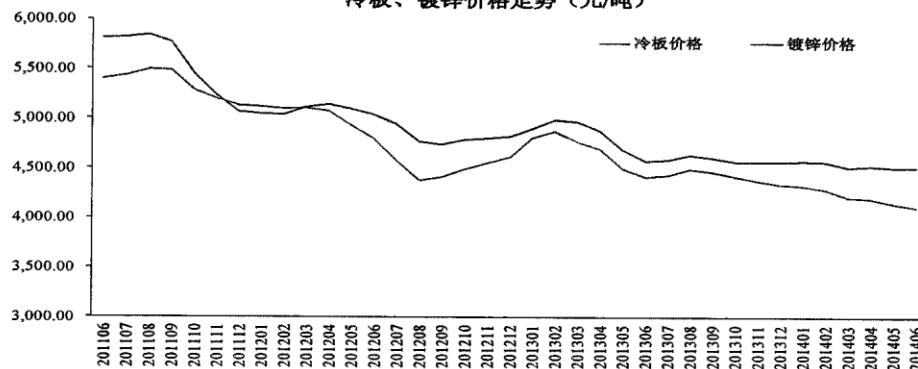
上海宝钢钢材贸易有限公司	-	-	-	-	-	-	12,657.24	7.92%
上海展志钢材加工配送有限公司	-	-	-	-	-	-	4,576.65	2.86%
合计	18,930.55	37.45%	47,571.21	42.80%	57,967.56	39.84%	97,522.97	60.99%

资料来源：公司提供

同时，由于近年大宗商品价格不断下行，且价格波动较大，使得公司主动配送业务模式下的基材采购面临较大的价格波动风险，为此公司加强了库存管理，适当缩短采购周期，并且不断优化采购供应链采购，以降低基材采购价格波动风险。

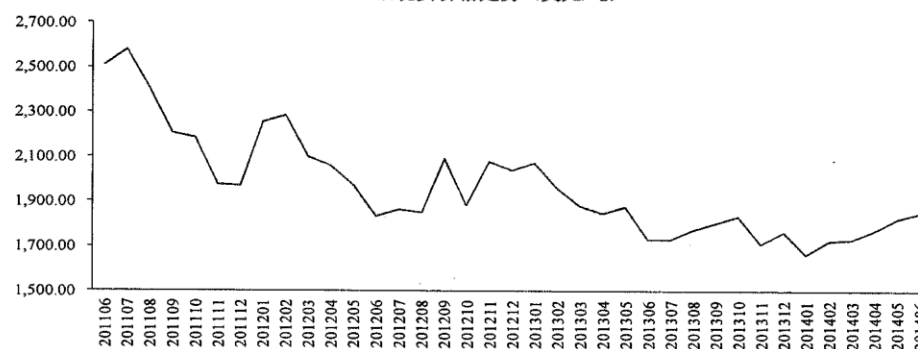
图4 部分原材料价格走势情况

冷板、镀锌价格走势（元/吨）



数据来源：钢联资讯。

LME 铝现货价格走势（美元/吨）



数据来源：Wind 资讯

围绕金属物流配送业务，公司开展产业横向发展，扬州高邮项目未来有望成为新的利润增长点，与运策网合作未来可能进一步降低物流业务成本

江苏高邮地区目前已形成了全国最大的道路照明灯具产业生产基地，仅灯杆用钢材就达 50 万吨/年以上，当地产业对金属材料配送及热镀锌加工需求旺盛。但由于热镀锌需要防腐处理，会有环保要求，且高邮地区专业加工配送产业的成熟程度还比较低，为进一步发挥金属物流配送业务的竞争优势，公司于 2013 年设立扬州澳洋顺昌金属材料有限公司

(以下简称“扬州澳洋”), 注册资本 1.5 亿元。扬州澳洋坐落于高邮城南经济开发区, 主要从事金属材料的加工配送, 热镀锌及喷塑业务, 配送目标地区主要为高邮地区, 并兼顾周边以 150KM 为半径的范围。扬州澳洋建成后, 年加工配送金属材料规模约 20 万吨, 热镀锌年产能约 16 万吨。目前, 公司扬州澳洋项目仍在建设中, 项目进度 50%左右, 热镀锌已于 2014 年 9 月底投产。

此外, 2014 年 7 月 18 日, 公司与南京宜流信息咨询有限公司(以下简称“宜流信息”, 其拥有运策网: www.yunce56.com)达成战略合作, 协议约定双方将在物流业务、互联网电商技术及资本层面进行战略合作, 并在未来 12 个月内逐步将公司物流业务进行整合, 将公司物流业务信息通过运策网来进行统一调配与管理, 宜流信息将利用电商平台大数据为公司现有物流业务提供优化方案, 并为公司搜寻在现有业务基础上可供开发的潜在客户资源。公司目前年货运需求超 20 万吨, 与宜流信息的合作有利于提高公司运营效率, 降低营运成本, 方便业务开拓, 但目前尚不对公司业绩构成重大影响。

➤ LED 业务

公司进入LED行业时点较好, 投资成本具有一定优势, 产能不断增加带来了收入规模的迅速提升; 同时, 较高的良品率、技术水平及成本控制能力使得公司毛利率水平较高, 但整体产能与行业龙头仍有不小差距

公司 2011 年开始进入 LED 产业。2011-2012 年, LED 行业面临产能过剩, 但随着 LED 照明应用的开启, 行业开始触底回升, 公司选择进入 LED 行业的时点较好。目前, 公司 LED 业务由子公司江苏澳洋顺昌光电技术有限公司(持股比例 95%)的全资子公司淮安澳洋顺昌光电技术有限公司负责, 生产基地在江苏省淮安市清河新区, 主要生产面向通用照明的蓝绿 LED 外延片。

公司 LED 项目一期项目共计采购 30 台 MOCVD, 全部投产后将形成 180 万片(以 2 寸外延片折合计算)的产能。项目 2012 年开始基建, 2013 年年中开始逐步投产; 截至 2014 年 9 月末, 公司已投产 20 台 MOCVD, 剩余 10 台预计 2014 年末投产。LED 芯片核心生产设备为 MOCVD, 公司使用的是目前最先进的 69 片机, 其生产能力、性能、效率均较之前的机型有了较大幅度的提升。就采购成本而言, 公司进入时点较好, MOCVD 价格较低, 2012 年 MOCVD 单台价格约 1,000-1,200 万元, 而 2011 年的价格为 1,500-2,000 万元, 因此公司投资成本相较前期进入企业具有一定优势。此外, 公司获得了一定的政府补贴, 截至 2014 年 9 月 10 日, 公司已累计收到清河新区政府的 MOCVD 设备购买补贴 1.35 亿元, 预计共可获得补贴 3.00 亿元, 平均每台设备获得 1,000 万元补贴。目前各地政府对于 MOCVD 的财政补贴正逐步取消, 对于行业后来者将形成一定的成本壁垒。

目前，随着一期项目 MOCVD 逐步到位投产，公司 LED 产能增长迅速，收入规模不断提升。2013 年，公司 LED 业务实现营业收入 3,311.40 万元，2014 年 1-6 月，LED 业务营业收入已达 6,848.75 万元，预计 2014 年末 30 台全部投产后，公司 LED 收入将有较大提升。毛利率方面，公司将内部公司制较好地运用到了 LED 业务，生产成本得到了较好的控制，有效地提升了公司盈利能力。2013 年，公司 LED 业务毛利率 29.35%，2014 年 1-6 月毛利率已达 39.23%，较上年提升 9.88 个百分点，毛利率水平较高，但需持续关注整体投产后毛利率状况。

表12 公司 LED 产销情况（单位：万片）

产品		2014 年 1-6 月	2013
LED 芯片 (2 寸)	产能	29.00	14.50
	生产量	26.88	12.57
	产能利用率	92.69%	86.72%
	销售量	23.94	10.54

资料来源：公司提供

表13 LED 芯片生产企业毛利率对比

公司	三安光电	华灿光电	德豪润达
LED 芯片毛利率	39.23%	37.11%	25.62%

资料来源：上市公司半年报，由于德豪润达 2014 年半年报未出，LED 毛利率来自 2013 年年报

就产能而言，公司目前产能水平较行业龙头三安光电还有较大差距，三安光电现有 MOCVD 保有量 170 台，公司目前尚只有 20 台，一期全部投产后，MOCVD 总量也仅有 30 台。为此，公司计划发行本期债券，筹集资金用于 LED 二期项目，计划新增 40 台 MOCVD，新增蓝绿光 LED264 万片（以 2 寸外延片折合计算）的产能。

表14 截至 2014 年 9 月末公司与三安光电 MOCVD 保有量对比

	MOCVD 保有量	产能	MOCVD 扩增目标
三安光电	170 台	62 万片/月	200 台
公司	20 台	10 万片/月	70 台

资料来源：公司提供

此外，公司 LED 项目一期总投资额 8.08 亿元，截至 2014 年 6 月 30 日，项目已投资 5.99 亿元，其中，使用非公开发行股票⁵募集资金 3.00 亿元。二期项目总投资 9.26 亿元，目前尚未开工，公司计划通过自筹、发行本期债券来筹集资金，整体投资压力尚可。

表15 截至 2014 年 6 月 30 日公司 LED 项目投资情况（单位：亿元）

总投资/拟投资	已投资	MOCVD 数量
---------	-----	----------

⁵ 经证监许可[2014]55 号文核准，公司向特定对象非公开发行人民币普通股(A 股)股票 6,666.67 万股，募集资金 5.00 亿元，扣除承销和保荐费用 1,320.00 万元后，共计募集 4.87 亿元。

LED 项目一期	8.08	5.99	30 台
LED 项目二期	9.26	-	40 台
合计	17.33	5.99	70 台

资料来源：公司提供

公司与木林森股份有限公司签订战略合作协议，有助于产能消化，但需要关注行业产能过剩风险

公司控股子公司淮安澳洋顺昌光电技术有限公司（以下简称“淮安光电”）于 2014 年 5 月 20 日与木林森股份有限公司（以下简称“木林森”）签署《战略合作协议》，双方将在市场信息、产品研发、技术支持与产品供应等方面进行战略性合作，木林森将持续向淮安光电采购 LED 芯片。木林森为 LED 封装领域的领先企业、国内主要的 LED 芯片采购商，淮安光电与其进行战略合作，有助于淮安光电对于 LED 芯片应用领域最新技术走向的了解及提升芯片研发水平。同时，稳定的订单有助于公司 LED 产品销售的稳定性与连续性。随着淮安光电 LED 核心设备的不断交付及投产，LED 芯片产能将持续增加，双方合作预计将占用公司单年产能（30 台计，单年 2 亿合同）30%左右，有助于公司 LED 产能释放和收入提升。同时，我们也关注到，LED 行业景气度的提升，不断有企业和资金涌入，未来行业有产能过剩风险，芯片企业的规模和成本控制能力将成为重要的竞争砝码。

➤ 小贷业务

公司建立了较完善小贷业务风控体系，但受资本金约束，未来收入增长空间不大，且需关注坏账风险

公司小贷业务由子公司张家港昌盛农村小额贷款公司（以下简称“昌盛小贷”）负责。目前，昌盛小贷制定了《贷款审查委员会议事规则》、《信贷审批办法（暂行）》、《张家港昌盛农村小额贷款公司风险管理办公室议事规则（暂行）》等业务制度。贷款审查委员会（以下简称“贷审会”）是董事长领导下的信贷业务决策的议事机构，贷审会召集人由总经理担任，审查范围主要包括超风险管理办公室审批权限的信贷业务、风险管理办公室认为有必要提交贷审会审议的特别授权、特别授信及其他信贷特别事项等。风险管理办公室是总经理领导下的信贷业务的决策议事机构，风险管理办公室由总经理担任，委员由总经理、市场总监和信贷业务经理组成，主要负责审批权属办公室审批权限的信贷业务、审议提交贷审会、董事会审批的信贷业务、审议权属办公室的客户信用等级评级等。

目前，昌盛小贷原则上禁止信用类贷款，贷款类型主要包括质押类贷款、公司（个人）担保类贷款和抵押类贷款，贷款期限不超过 6 个月。信贷审批管理体系实行二级授权管理办法，具体为：二级授权，即风险管理办公室；一级授权，即贷审会，具体授权情况如下：

表16 公司信贷审批各级具体授权金额情况

项目	企业	自然人（个体工商户）
二级授权	贷款金额小于等于 300 万元	贷款金额小于等于 200 万元
一级授权	贷款金额大于 300 万元及其展期贷款	贷款金额大于 200 万元及其展期贷款

资料来源：公司提供

截至 2013 年末，昌盛小贷注册资本 3.00 亿元，向银行拆入资金余额 1.5 亿元，期末贷款净余额 5.09 亿元，共实现小贷业务收入 9,624.36 万元，较上年增长 0.89%，变化不大，一方面受公司资本金规模所限，另一方面是昌盛小贷考虑到经济下行压力加大下，业务风险有所提升，适当控制业务规模。此外，受多方面因素影响，公司小贷业务面临一定的坏账风险，2011-2014 年 6 月发生各类减值损失共计 2,455.90 万元，未来需要持续关注小贷业务的坏账风险。

表17 公司近年小贷业务资产减值损失情况（万元）

项目	2014 年 6 月	2013 年	2012 年	2011 年
坏账损失	387.46	233.56	38.13	47.50
贷款损失	-	91.77	183.58	170.07
未到期责任准备	-	-60.55	19.43	85.19
担保赔偿准备	-	53.50	1,111.57	89.50
其他	5.18	-	-	-
合计	392.64	318.28	1,352.72	392.26

资料来源：公司提供

七、财务分析

财务分析基础说明

本财务分析的基础为公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2011-2013 年审计报告以及未经审计的 2014 年半年报，公司财务报表均按照新会计准则编制。

2011 年，公司新纳入合并范围内的子公司 3 家：江苏澳洋顺昌光电技术有限公司、淮安澳洋顺昌光电技术有限公司、广东澳洋顺昌金属材料有限公司；2012 年，公司新纳入合并范围内的子公司 1 家：张家港奥科森贸易有限公司；2013 年，公司新纳入合并范围内的子公司 1 家：扬州澳洋顺昌金属材料有限公司，不再纳入合并范围的子公司 1 家：东莞市澳洋顺通贸易有限公司。

资产结构与质量

公司资产规模稳步增加，整体资产流动性尚可

近年，公司业务规模不断扩张，资产规模持续增长。截至 2013 年末，公司总资产规模为 19.53 亿元，较 2011 年末增长了 13.23%，2011-2013 年复合增长率为 6.41%，主要系固定资产增长所致。2014 年 6 月末，资产规模进一步上升至 22.60 亿元，主要系非公开发行股票，货币资金增加所致。从资产结构来看，随着 LED 项目的稳步推进，公司非流动资产占比不断提高，2013 年末占总资产比重为 53.59%，较 2011 年末提高 10.02 个百分点。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、预付账款、存货等。2013 年末，公司货币资金规模为 9,784.68 万元；2014 年 6 月末，货币资金规模大幅增长 139.83%，至 2.35 亿元，主要源于定向增发资金到账。公司应收账款 2013 年末规模为 3.73 亿元，较上年末上升了 4.32%，前五大客户分别为苏州州巧精密金属有限公司、上海博俊精密部件有限公司、凯硕电脑（苏州）有限公司、深圳东山精密制造有限责任公司、大昶电脑配件（苏州）有限公司；从账龄结构来看，1 年以内占比 98.36%，账龄较短，回款风险较小。公司预付款项主要为预付各类原材料款，2013 年末公司预付款项规模 0.86 亿元，较 2012 年末上升了 21.33%，主要系预付材料款增加所致；2014 年 6 月，由于预付工程款和设备款增加，期末预付款项规模较 2013 年末大幅增长 42.48%。公司存货 2013 年末规模为 2.16 亿元，比 2011 年末下降了 37.69%，2011-2013 年存货规模复合增长率为-21.06%，一方面是由于存货价格下跌，另一方面是由于公司加强存货管理、根据生产经营政策存货安全储备下降。

公司非流动资产主要包括发放委托贷款及垫款、固定资产、在建工程 and 无形资产。公司发放委托贷款及垫款主要包括保证贷款和抵押贷款。2013 年末，公司发放委托贷款及垫款 5.09 亿元，其中保证贷款 3.17 亿元，抵押贷款 1.99 亿元；期末公司共计提贷款损失准备 733.42 万元，未来需关注贷款不良风险。

公司固定资产主要由房屋建筑物、机器设备、运输工具等组成，截至 2013 年末，公司固定资产净额为 3.57 亿元，成新率⁶约 80.02%；规模增长，主要系 LED 项目逐步投入使用、在建工程转为固定资产所致，期末固定资产成新率。固定资产中账面价值 1.04 亿元的资产用于担保。2013 年末，公司在建工程主要为淮安澳洋光电 LED 一期项目，由于 1.30 亿元在建工程转入固定资产，期末在建工程规模较上年末下降 22.78%。截至 2014 年 6 月末，公司在建工程账面余额为 1.04 亿元，较 2013 年末增长了 102.36%，主要系淮安 LED 项目一期 MOCVD 设备的逐渐到货。公司无形资产主要为淮安澳洋的土地使用权，

⁶ (期初固定资产净值+期末固定资产净值)/(期初固定资产原值+期末固定资产原值)

截至 2013 年末，公司无形资产账面净值 0.77 亿元。

表18 公司 2011-2014 年 6 月主要资产构成（单位：万元）

项目	2014 年 6 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	23,466.43	10.38%	9,784.68	5.01%	8,338.53	4.78%	7,865.55	4.56%
应收账款	33,056.86	14.62%	37,322.46	19.11%	35,778.20	20.50%	45,398.71	26.32%
预付款项	12,303.68	5.44%	8,635.61	4.42%	7,117.60	4.08%	7,968.57	4.62%
存货	20,605.99	9.12%	21,573.38	11.04%	24,295.58	13.92%	34,620.98	20.07%
流动资产合计	103,410.83	45.75%	90,657.83	46.41%	79,963.41	45.83%	97,339.42	56.43%
发放委托贷款及垫款	48,920.69	21.64%	50,870.08	26.04%	49,621.35	28.44%	47,931.34	27.79%
固定资产	49,051.91	21.70%	35,683.49	18.27%	26,226.31	15.03%	13,594.76	7.88%
在建工程	10,426.11	4.61%	5,152.25	2.64%	6,672.44	3.82%	4,536.87	2.63%
无形资产	8,069.24	3.57%	7,737.22	3.96%	7,904.13	4.53%	5,083.71	2.95%
非流动资产合计	122,635.94	54.25%	104,666.06	53.59%	94,527.15	54.17%	75,163.54	43.57%
资产总计	226,046.77	100.00%	195,323.88	100.00%	174,490.56	100.00%	172,502.96	100.00%

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告及 2014 年半年报

资产运营效率

受收入下降以及 LED 项目持续建设等因素影响，公司运营效率指标有所下滑，资产周转天数持续上升

2011-2013 年，受主动物流配送业务量下滑、原材料价格下降等因素影响，公司营业总收入有所下滑，导致应收款项周转天数均有所上升，2013 年公司应收账款及应收票据周转天数达 96.02 天，较 2011 年分别延长 24.24 天；同时原材料采购成本下降带来的营业成本下降推动应付款项周转天数也有所上升，2013 年应付账款及应付票据周转天数为 20.39 天，较 2011 年分别延长 11.04 天。同时，公司库存管理较好，2013 年存货周转天数为 6.83 天，较 2012 年有所下滑；受此影响，公司 2013 年净营业周期为 143.46 天，与上年相比基本保持持平，但较 2011 年延长 18.30 天。此外，随着公司近年 LED 项目逐步推进，固定资产规模不断上升，导致固定资产周转天数持续增加，2013 年末达 74.55；收入下降和资产规模增加推动 2013 年末固定资产周转天数增加至 445.33 天，较 2011 年延长 157.44 天。

总体而言，受收入下降以及 LED 项目持续建设等因素影响，公司运营效率指标有所下滑，资产周转天数持续上升。

表19 公司 2011-2013 年资产运营效率指标（单位：天）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
应收账款及应收票据周转天数	96.02	86.16	71.78
存货周转天数	67.83	71.43	62.73
应付账款及应付票据周转天数	20.39	14.35	9.35
净营业周期	143.46	143.24	125.16
流动资产周转天数	205.46	181.69	158.59
固定资产周转天数	74.55	40.81	24.01
总资产周转天数	445.33	355.58	287.89

注：“收入”=营业收入+利息收入+手续费及佣金收入；“成本”=营业成本+利息支出+手续费及佣金支出。
 资料来源：公司 2011-2013 年审计报告

盈利能力

受金属板材原材料价格下跌影响，公司主营业务增量不增收，但综合毛利率稳步增加

2013 年，公司实现营业总收入 149,477.13 万元，较 2011 下降了 18.33%，2011-2013 年公司营业总收入的复合增长率为-9.63%。公司营业总收入的降低，系主动物流配送业务量有所下滑、原材料价格下降等因素所致。公司上海委托物流配送业务、淮安 LED 芯片业务开始放量，预计未来几年营业收入规模将会有一定程度回升。

2011-2013 年公司综合毛利率稳步增加，2011-2013 年公司综合毛利率分别 13.78%、15.48%、18.57%，2012-2013 年分别同比增长 1.7、3.09 个百分点，一方面是因为主动物流配送、委托物流配送、LED 业务的毛利率逐年稳步提升，另一方面是因为毛利率较高的委托物流配送业务和 LED 业务总收入占比逐年提高。

2013 年，由于子公司增加和上海生产基地投产带来的人员增加，公司管理费用增加至 3,639.72 万元，较 2012 年末增长了 17.15%；财务费用为 2,603.24 万元，较 2012 年末下降 27.29%，主要系 2013 年内公司平均借款余额下降。受上述因素影响，公司期间费用较 2012 年下降了 4.93%，至 8,998.50 万元。

2013 年，由于公司综合毛利率提升，期间费用下降，公司营业利润增长至 17,697.64 万元，较 2012 年增长了 11.67%。由于 2013 年政府补助为 486.24 万元，较 2012 年减少了 1,723.79 万元，2013 年公司利润总额为 18,201.48 万元，较 2012 年仅上升了 1.22%。2013 年，由于公司子公司张家港润盛科技材料有限公司所得税优惠到期，公司所得税费用增加，2013 年净利润为 14,412.80 万元，较 2012 年下降了 2.35%。

总体而言，受金属板材原材料价格下跌影响，公司主营业务增量不增收，但综合毛利率稳步增加。

表20 公司 2011-2014 年 6 月盈利能力主要指标（单位：万元）

项目	2014 年 6 月	2013 年	2012 年	2011 年
营业总收入	71,382.30	149,477.13	175,653.53	183,016.88
期间费用	4,466.08	8,998.50	9,465.44	7,628.50
营业利润	10,461.67	17,697.64	15,848.34	17,172.50
政府补助	910.52	486.24	2,210.03	77.00
利润总额	11,409.79	18,201.48	17,981.39	17,290.00
净利润	8,894.21	14,412.80	14,760.37	14,556.52
综合毛利率	21.84%	18.57%	15.48%	13.78%
期间费用率	6.26%	6.02%	5.39%	4.17%
总资产回报率	5.92%	11.22%	12.35%	14.02%

注：综合毛利率={1-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出）/（营业收入+利息收入+手续费及佣金收入）}*100%。

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告及 2014 年半年报

现金流

公司收现比和经营活动现金流波动存在一定波动，投资活动现金持续净流出

近年，公司净利润规模保持相对稳定，2013 年，公司实现净利润 14,412.80 万元；但经非付现费用、非经营损益调整后，2013 年 FF0 达 20,267.54 万元，较 2011 年增长 6.87%。但收现比有所波动，2013 年为 89.48%，较 2011 年下降 3.12 个百分点；2014 年 6 月则回升至 105.30%。此外，近年基材价格波动较大，公司不断加强库存管理，缩小库存周期，但经营性应收项目波动较大，导致营业资本占用资金有一定波动。2013 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 11,222.45 万元，较 2012 年下降了 71.53%，波动较大。

公司近年一方面新增物流上海基地、新建扬州澳洋项目，另一方面不断推进 LED 项目，投资活动现金流持续流出。2011-2013 年公司投资活动现金流量分别净流出 12,772.34 万元、15,620.01 万元、10,174.73 万元；考虑到公司未来还将新建 LED 二期项目，未来投资活动仍将面临持续现金流出。此外，公司 2012-2013 年筹资活动现金净流出，2014 年 1-6 月，由于定向增发的资金到账，筹资活动现金流量净流入 16,628.85 万元；未来 LED 项目的持续推进仍需要一定的外部融资需求。

表21 公司 2011-2014 年 6 月年公司现金流主要指标（单位：万元）

项目	2014 年 6 月	2013 年	2012 年	2011 年
收现比	105.30%	89.48%	108.19%	92.60%
净利润	8,894.21	14,412.80	14,760.37	14,556.52
非付现费用	2,254.11	3,039.97	3,204.27	1,839.41
非经营损益	784.10	2,814.77	3,355.77	2,568.45

FFO	11,932.42	20,267.54	21,320.41	18,964.38
营运资本变化	6,720.36	-9,045.10	18,103.13	-34,258.41
其中：存货减少（减：增加）	967.39	2,722.20	10,325.40	-14,247.77
经营性应收项目的减少（减：增加）	3,891.41	-13,773.81	7,185.34	-17,127.41
经营性应付项目增加（减：减少）	1,861.56	2,006.51	592.39	-2,883.23
经营活动产生的现金流量净额	18,978.93	11,222.45	39,423.55	-15,294.04
投资活动产生的现金流量净额	-24,193.84	-10,174.73	-15,620.01	-12,772.34
筹资活动产生的现金流量净额	16,628.85	-1,322.45	-21,900.53	22,947.49
现金及现金等价物净增加额	11,174.78	-321.69	1,822.66	-4,805.40

注：收现比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入。

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告及 2014 年半年报

财务安全性

公司近年负债规模保持适当，股票非公开发行后公司整体负债水平明显下降，盈利对利息支付的保障程度较高，偿债压力相对较小

近年，受益于盈利积累等因素影响，公司自有资本规模不断增加，截至 2013 年末，公司股东权益合计 10.63 亿元，较 2011 年末增长 24.62%；后由于公司于 2014 年 3 月完成股票非公开发行，截至 2014 年 6 月末，公司所有者权益规模增加至 16.00 亿元，较 2013 年末增长 50.50%，资本实力进一步增强。

公司近年业务保持不断增长，但负债规模控制适当。截至 2013 年末，公司负债总额为 89,001.12 万元，较 2011 年末微增 2.08%。随着自有资本的增加，公司负债率持续下降，2013 年末资产负债率为 45.57%；完成股票非公开发行后，公司归还了部分银行借款，2014 年 6 月末资产负债率进一步下降至 29.21%，整体负债水平较低。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，2013 年末，公司流动负债比重为 92.46%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和预收账款等构成。公司短期借款主要为保证借款，截至 2013 年末，由于昌盛小贷借款增加，公司短期借款规模增加至 68,423.89 万元，较 2012 年上升了 9.48%，其中保证借款 61,620.87 万元；短期借款占负债总额的 76.88%。应付票据为银行承兑汇票，2013 年末规模为 3,000.39 万元，与 2012 年基本持平。应付账款主要为材料款及工程设备款，2013 年末规模为 3,766.03 万元，较 2012 年下降了 6.19%。

公司非流动负债主要为递延收益，系公司 LED 项目收到政府补助所致。

表22 公司 2011-2014 年 6 月主要负债构成情况 (单位: 万元)

项目	2014 年 6 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	40,563.64	61.44%	68,423.89	76.88%	62,497.73	80.93%	78,940.53	90.54%
应付票据	1,216.71	1.84%	3,000.39	3.37%	3,010.16	3.90%	586.96	0.67%
应付账款	5,964.57	9.03%	3,766.03	4.23%	4,014.32	5.20%	4,222.62	4.84%
预收款项	2,042.50	3.09%	2,136.60	2.40%	1,254.52	1.62%	1,024.62	1.18%
其他应付款	865.93	1.31%	2,072.98	2.33%	1,449.27	1.88%	1,131.00	1.30%
流动负债合计	54,734.73	82.90%	82,286.54	92.46%	75,264.56	97.46%	86,825.10	99.58%
其他非流动负债	10,967.95	16.61%	6,382.33	7.17%	1,620.00	2.10%	141.00	0.16%
非流动负债合计	11,291.38	17.10%	6,714.58	7.54%	1,959.30	2.54%	361.87	0.42%
负债合计	66,026.11	100.00%	89,001.12	100.00%	77,223.85	100.00%	87,186.97	100.00%

资料来源: 公司 2011-2013 年审计报告及 2014 年半年报

从 EBITDA 指标来看, 公司 2013 年 EBITDA 基本与 2012 年持平。2013 年公司流动比率、速动比率分别为 1.10、0.84, 较 2012 年略有上升, 2014 年 6 月, 受益定向增发资金到账, 公司流动比率、速动比率分别上升至 1.89、1.51, 此外, 公司 2013 年利息保障倍数高达 9.24, 偿债压力相对较小。

表23 2011-2014 年 6 月公司偿债能力指标

指标名称	2014 年 6 月	2013 年	2012 年	2011 年
资产负债率	29.21%	45.57%	44.26%	50.54%
负债与所有者权益比率	41.26%	83.71%	79.39%	102.19%
流动比率	1.89	1.10	1.06	1.12
速动比率	1.51	0.84	0.74	0.72
EBITDA (万元)	14,335.55	23,461.32	23,275.98	21,963.50
EBITDA 利息保障倍数	13.47	9.24	6.76	6.81

资料来源: 公司 2011-2013 年审计报告及 2014 年半年报

总体而言, 公司近年负债规模保持适当, 股票非公开发行成功后公司整体负债水平明显下降, 盈利对利息支付的保障程度较高, 偿债压力相对较小。

八、本期债券偿还保障分析

(一) 本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目未来的收益⁷是本期债券还本付息的直接来源：项目建成达产后，预计达产后年销售收入 80,520.00 万元，年税后利润 18,423.58 万元，税后财务内部收益率为 26.15%，税后投资回收期为 5.13 年。

公司营业总收入和营业利润则是本期债券偿付的重要保障，2011-2013 年，公司分别实现营业总收入 18.30 亿元、17.57 亿元和 14.95 亿元，营业利润分别为 1.72 亿元、1.58 亿元和 1.77 亿元，盈利能力相对较为稳定。此外，2011-2013 年及 2014 年 1-6 月，公司经营活动现金净额分别实现-1.53 亿元、3.94 亿元、1.12 亿元和 1.90 亿元，现金流近年情况表现尚可，能够为本期债券偿付提供一定保障。

本期债券偿付面临以下风险：

首先，LED 芯片价格持续下跌风险会使募投项目收益达不到预期。LED 芯片行业过去一段时间由于新增大规模投资，产能释放，导致价格大幅下跌；虽然目前跌幅趋稳，但为了争夺市场主导权，短期内有可能再次出现市场非理性竞争，进而导致 LED 芯片价格持续下跌，公司募投项目收益将达不到预期。

其次，LED 行业产能过剩风险将会加大公司再融资难度。一方面，LED 行业是新能源行业，是国家重点关注和扶持发展的行业，LED 国内照明需求目前主要由政府拉动，受政策影响较大；另一方面，受国家产业政策的推动及 LED 产品日益普及带来巨大需求的影响，不断会有更多的资本和新的企业进入 LED 行业，行业竞争可能会进一步加剧并产生行业产能过剩。一旦 LED 行业出现产能过剩，公司再融资难度将加大。

（二）本期债券保障措施分析

第三方为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任的保证担保及质押担保有效提升了本期债券的信用水平

本期债券由澳洋集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，并以质押所持有的江苏澳洋科技股份有限公司（深交所上市公司，股票代码 002172，以下简称“澳洋科技”）2,500 万流通股股份的方式，按照本期债券本金的 15%的比例提供无条件不可撤销的质押担保；由昆明螺蛳湾投资发展股份有限公司、江苏澳洋园林科技发展有限公司分别按照本期债券本金的 70%、15%的比例提供连带责任保证担保。担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

1、澳洋集团有限公司

⁷ 募投项目收益数据来自《江苏澳洋顺昌股份有限公司关于公开发行可转换公司债券募集资金运用的可行性分析报告》

澳洋集团有限公司（以下简称“澳洋集团”）于1998年7月成立，原注册资本为12,000万元；后经过多次增资。截至2013年末，注册资本增资至63,000万元，由沈学如等8位自然人股东出资。沈学如为澳洋集团第一大股东和实际控制人。

澳洋集团目前主要涉足纺织、物流、光电、医疗、地产、养老、文化、金融、现代农业等九大领域。截至2013年末，澳洋集团纳入合并范围子公司8家，包括江苏澳洋纺织实业有限公司、澳洋科技、澳洋顺昌、江苏澳洋健康产业投资控股有限公司（以下简称“澳洋健康产业”）、张家港澳洋新科服务有限公司、江苏澳洋绿地养生产业投资控股有限公司（以下简称“澳洋绿地”）、江苏澳洋置业有限公司、宁波澳洋家居购物广场有限公司，其中澳洋科技、澳洋顺昌均为上市公司，股票代码分别为002172、002245。

澳洋集团收入主要来自于纺织（化纤生产）业务、物流配送及加工业业务、医疗业务，2013年各模块收入占营业收入比重分别为40.06%、17.23%、18.98%，三者合计占营业收入比重76.27%。2013年，澳洋集团共实现营业收入795,269.97万元，较2012年下降了1.35%，主要系粘胶短纤降价所致。

截至2013年12月31日，澳洋集团资产总额为1,055,677.52万元，归属母公司所有者权益合计107,856.23万元，资产负债率76.34%；2013年度，澳洋集团实现营业收入795,269.97万元，利润总额20,830.79万元，经营活动现金流净额29,764.66万元。

表24 澳洋集团主要财务指标：

项目	2013年	2012年
总资产（万元）	1,055,677.52	1,034,185.10
归属于母公司所有者权益（万元）	107,856.23	111,074.64
资产负债率	76.34%	75.87%
有息债务（万元）	621,242.15	562,029.97
流动比率	0.85	0.85
速动比率	0.63	0.59
营业收入（万元）	795,269.97	806,138.69
营业利润（万元）	13,163.32	15,472.41
利润总额（万元）	20,830.79	33,084.12
综合毛利率	14.35%	13.02%
总资产回报率	4.80%	6.92%
EBITDA（万元）	80,658.78	100,374.48
经营活动净现金流净额（万元）	29,764.66	58,671.85
资料来源：澳洋集团审计报告		

2、昆明螺蛳湾投资发展股份有限公司

昆明螺蛳湾投资发展股份有限公司（以下简称“螺蛳湾投资”）成立于 2009 年 11 月，系由云南新瑞安投资控股（集团）有限公司、张家港绿园置业有限公司、澳洋集团有限公司、自然人朱林敏先生共同出资组建，注册资本为人民币 50,000 万元，公司法定代表人为林微。2014 年，发生股权变更，原股东朱林敏将其持有股份全部转让给其妻子林微。截至 2014 年 7 月，螺蛳湾投资注册资本为 50,000 万元，分别由云南新瑞安投资控股（集团）有限公司持股 20%、林微持股 20%、张家港绿园置业有限公司持股 40%、澳洋集团有限公司持股 20%，实际控制人为朱林敏、林微夫妇。

螺蛳湾投资由是螺蛳湾中央商务区二级 CBD 项目运作平台公司，目前主要负责螺蛳湾中心一期项目的建设，由于项目处于在建状态，无营业收入。截至 2013 年 12 月 31 日，螺蛳湾投资资产总额为 419,106.64 万元，股东权益合计 45,692.64 万元，资产负债率 89.10%；2013 年度，经营活动现金流净额-133,902.08 万元。

表25 螺蛳湾投资主要财务指标：

项目	2013 年	2012 年
总资产（万元）	419,106.64	199,893.65
所有者权益（万元）	45,692.64	47,690.67
资产负债率	89.10%	76.14%
有息债务（万元）	153,875.00	33,700.00
流动比率	1.85	1.61
速动比率	0.88	1.44
营业收入（万元）	-	0.39
营业利润（万元）	-1,686.00	-1,055.15
利润总额（万元）	-1,998.03	-1,055.15
综合毛利率	-	94.40%
总资产回报率	-0.65%	-
EBITDA（万元）	-1,614.68	-
经营活动净现金流净额（万元）	-133,902.08	-

资料来源：螺蛳湾投资审计报告

3、江苏澳洋园林科技发展有限公司

江苏澳洋园林科技发展有限公司（以下简称“澳洋园林”）原名为“江都市绿化工程有限公司”，成立于 1999 年，注册资本为 1,080 万元。2009 年 10 月，江苏澳洋置业有限公司通过增资收购了原“江都市绿化工程有限公司”，增资后注册资本为 2,080 万元，并更名为现名。经过多次转股、增资。截至 2013 年末，澳洋园林注册资本为 5,000 万元，由江苏澳洋绿地养生产业投资控股有限公司持股 100%，实际控制人为沈学如。

澳洋园林被收购后，实际于2011年开始经营，目前收入主要来自承接的各类园林绿化工程项目。截至2013年12月31日，公司资产总额为65,617.28万元，股东权益合计17,546.17万元，资产负债率73.26%；2013年度，公司实现营业收入39,754.43万元，利润总额4,319.23万元，经营活动现金流净额-7,225.31万元。

表26 澳洋园林主要财务指标：

项目	2013 年	2012 年
总资产（万元）	65,617.28	40,189.07
归属于母公司所有者权益（万元）	17,546.17	12,306.72
资产负债率	73.26%	69.38%
有息债务（万元）	37,336.00	27,030.00
流动比率	1.57	1.61
速动比率	1.03	1.45
营业收入（万元）	39,754.43	27,996.65
营业利润（万元）	4,334.20	7,836.10
利润总额（万元）	4,319.23	7,834.19
综合毛利率	17.77%	35.65%
总资产回报率	10.41%	-
EBIT（万元）	5,508.60	8,790.16
经营活动净现金流净额（万元）	-7,225.31	-5,420.95

注：澳洋园林未编制间接法现金流量表。

资料来源：澳洋园林审计报告

4、澳洋科技股权质押

澳洋科技由澳洋集团有限公司控股设立，注册资本为 3.48 亿元，是一家已上市民营股份制公司，以扁平可降解长束纤维、各种功能性纤维和常规粘胶纤维等业务为主。

澳洋集团以质押所持有的澳洋科技 2,500 万股流通股股份的方式，提供无条件不可撤销的质押担保。Wind 数据显示，澳洋科技于 2014 年 11 月 13 日起因重大资产重组停牌至今，澳洋科技 2014 年 11 月 12 日收盘价为 6.82 元，2,500 万股流通股股份市价为 17,050 万元，为本期债券本金 15%部分的 2.23 倍。

上述股权质押在中国证券登记结算有限公司深圳分公司按照规定办理质押手续，在解除本函所述担保责任前，澳洋科技不得以任何方式处理上述质押股权。

股权质押担保协议中规定：“本协议签订后及本期可转债存续期间内，如澳洋科技进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积转增股本等）导致出质人所持澳洋科技的股份增加的，出质人应当同比例增加质押股票数量。本协议签订后及本期可转债有效存续期间，如澳洋科技实施现金分红的，上述质押股票所分配的现金股利不作为本洗衣项下的质押财

产，出质人有权领取并自由支配。”

股权质押担保协议中还规定：“在质权存续期内，如在连续 30 个交易日内，质押股票的市场价值（已收盘价计算）持续低于本期债券未偿还本息总额 15% 部分的 150%，出质人需在 30 个工作日内追加担保物，以使质押资产的价值与本期债券未偿还本息总额 15% 部分的比率高于 200%；追加的资产限于澳洋科技人民币普通股，追加股份的价值为追加股份办理质押登记日前 30 个交易日澳洋科技收盘价的均价。若质押股票市场价值（以收盘价计算）连续 30 个工作日超过本期债券未偿还本息总额 15% 部分的 300%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券未偿还本息总额 15% 部分的 200%。”

经鹏元评定，澳洋集团、螺蛳湾投资、澳洋园林的主体级别分别为 AA-、BB、BB，上述三家公司为本期债券提供的保证担保及质押担保起到了一定保障作用，但不增级。

九、其他事项分析

1、或有负债

截至 2014 年 12 月 31 日，公司对外担保余额为 4,150.00 万元，担保余额占所有者权益⁸的比率为 3.15%，存在一定的或有负债风险。

表27 截至 2014 年 12 月 31 日公司主要对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保总额	担保起止日期
江苏凤凰船舶装备制造有限公司	1,000.00	2014/4/3-2015/1/4
张家港市华林热镀锌有限公司	500.00	2014/6/5-2015/3/6
张家港保税区佳创贸易有限公司	1,000.00	2014/6/6-2015/3/7
江苏齐力建设工程有限公司	1,000.00	2014/6/6-2015/3/7
张家港大昌汽车贸易有限公司	650.00	2014/6/9-2015/3/10
总额	4,150.00	

资料来源：公司提供

2、诉讼仲裁事项

(1) 2011 年 6 月，公司与苏州建丰精密五金有限公司（以下简称“苏州建丰”）签订定作协议，公司按照苏州建丰要求的尺寸订做热镀锌钢板。2012 年 2 月，公司、苏州建丰、蔡明育三方签订担保函，由蔡明育对上述交易提供担保。自 2012 年 9 月起，公司向苏州建丰交付定作物共计价款 446.15 万元，但苏州建丰未按期支付上述款项。2013 年 5

⁸ 所有者权益数据采用公司 2014 年 6 月末归属于母公司所有者权益数据。

月 21 日，公司向江苏省苏州市中级人民法院（以下简称“苏州中院”）提起诉讼，要求苏州建丰支付前述货款 446.15 万元及逾期付款滞纳金 4.03 万元。2013 年 8 月 20 日，苏州中院出具《民事判决书》（（2013）苏中商外初字第 0027 号），判决苏州建丰支付公司 446.15 万元货款及相应滞纳金，蔡明育承担连带清偿责任。蔡明育不服本判决，向江苏省高级人民法院提起上诉，2014 年 2 月 25 日，江苏省高级人民法院出具《民事判决书》（（2014）苏商外终字第 0001 号），判决驳回上述，维持原判决。目前，前述《民事判决书》尚在执行过程中，且公司已针对该笔货款按年限计提了坏账准备。

（2）2011 年 9 月，公司子公司昌盛小贷与苏州阿波罗光伏科技有限公司（“阿波罗公司”）签订《委托保证合同》，为江苏金农信息股份有限公司（“金农公司”）委托交通银行股份有限公司苏州市分行（“苏州交行”）向阿波罗公司发放的 1,000 万元贷款提供保证，张家港永能光电有限公司（“永能公司”）、隆仁明、宋秋娣为此笔担保提供反担保。鉴于阿波罗公司生产经营状况恶化，2012 年 5 月金农公司要求昌盛小贷代偿借款本金及利息，昌盛小贷在代偿完该笔本金及利息后，于 2012 年 6 月 8 日向张家港市人民法院提起诉讼，要求阿波罗公司、永能公司、隆仁明、宋秋娣全额归还代偿的本金及利息人民币计 10,125,733.33 元。张家港市人民法院于 2012 年 11 月 12 日下达《民事判决书》（[2012]张商初字第 517 号），判决阿波罗公司偿还昌盛小贷垫付款 10,125,733.33 元，永能公司、隆仁明、宋秋娣对该债务承担连带责任。判决书生效后，昌盛小贷即向法院申请了强制执行。目前，昌盛小贷收到还款 168.40 万元，案件仍在执行中，且已针对该笔代偿金额全额计提了担保赔偿准备金。

（3）2012 年 12 月，昌盛小贷与张益明签署《最高额借款合同》，昌盛小贷向张益明提供不超过 450 万元借款（实际借款 450 万元），同时，昌盛小贷、张益明、江苏中兴铜业有限公司（以下简称“中兴铜业”）、王兴中、陆霞飞签署《最高额保证合同》，由中兴铜业、王兴中、陆霞飞对上述债务提供连带责任保证担保。2013 年 11 月 6 日，因张益明仅归还 140 万元，昌盛小贷向张家港市人民法院提起诉讼。2013 年 11 月 25 日，张家港市人民法院出具《民事调解书》（（2013）张商初字第 1051 号），对相关债务偿还事宜进行了调解。目前，中兴铜业正在代还剩余债务过程中，并按余额计提了减值准备。

（4）2012 年 12 月，公司与济南铁路经营集团有限公司远行运贸分公司（下称“远行运贸公司”）签订《年度购销合同》，于 2013 年 2 月与远行运贸公司签订《订货订单》，约定远行运贸公司于 2013 年 5 月 5 日前向公司交付 5,500 吨冷轧卷。公司于 2013 年 2 月支付了 2,640.00 万元货款，远行运贸公司未按时交付货物，公司于 2013 年 8 月向苏州市中级人民法院提起诉讼，要求远行运贸公司返还货款；同时，公司向苏州市中级人民法院

申请实施财产保全，苏州市中级人民法院已冻结济南铁路经营集团有限公司 3,000.00 万元银行存款。远行运贸公司于 2013 年 10 月向济南铁路运输中级法院提起诉讼，要求撤销《年度购销合同》。因发生管辖权争议，最高人民法院于 2014 年 7 月作出《关于江苏澳洋顺昌股份有限公司与济南铁路经营集团有限公司远行运贸分公司、济南铁路经营集团有限公司买卖合同纠纷管辖争议案指定管辖的通知》（“2014 民立他字第 13 号”），将公司与远行运贸的案件移送至上海市第二中级人民法院管辖。目前，该案件仍在诉讼过程中，公司对该笔业务按年限计提了 264 万元的资产减值准备。

公司与苏州建丰的诉讼案件中，根据《民事判决书》，苏州建丰需向公司支付货款以及逾期付款滞纳金，目前该判决书正在执行中，公司已针对该笔货款按年限计提了坏账准备。昌盛小贷所涉案件，昌盛小贷已于 2012 年度全额计提了担保赔偿准备金。昌盛小贷与张益明所涉案件中，相关债务正在代还中，且昌盛小贷按余额计提了减值准备；与远行运贸分公司的诉讼案件，公司目前已采取诉讼措施积极追讨，并计提了相应的坏账准备金。

3、行政处罚情况

(1) 2011 年 6 月 23 日，江苏省苏州市工业园区地方税务局第一税务分局向公司子公司苏州能源出具《税务行政处罚决定书（简易）》。苏州能源 2011 年 3 月、5 月营业税应缴金额为 0 元，但因工作人员失误未按期进行营业税纳税申报（零申报），被江苏省苏州市工业园区地方税务局第一税务分局罚款 1,000 元，苏州能源已按期缴纳上述罚款。

(2) 2013 年 2 月 25 日，东莞市国家税务局寮步税务分局向公司子公司广东澳洋顺昌金属材料有限公司（以下简称“广东澳洋顺昌”）出具《税务行政处罚决定书》（寮步国税简罚[2013]167 号）。广东澳洋顺昌因工作人员失误，逾期未申报一份合同登记，被东莞市国家税务局寮步税务分局处罚 50 元，广东澳洋顺昌已按期缴纳上述罚款。

(3) 2013 年 4 月 7 日，中华人民共和国太仓海关向公司子公司淮安光电出具《行政处罚告知书》（太关稽违告字[2013]04 号）。淮安光电作为进口货物单位因未向报关企业提供所委托报关事项，导致向海关申报进口货物的税号与实际不符，被太仓海关处罚 2.80 万元。根据上述《行政处罚告知书》，上述事项系淮安光电员工缺乏相关海关商品归类知识，简单按照境外供货商提供税号申报所致。淮安光电已按期缴纳上述罚款。

除上述诉讼及行政处罚外，公司、控股股东及实际控制人、控股子公司不存在尚未了结的或者可以预见的重大诉讼、仲裁或重大行政处罚案件。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2014年6月	2013年	2012年	2011年
货币资金	23,466.43	9,784.68	8,338.53	7,865.55
应收票据	4,888.02	4,833.09	1,805.26	1,095.90
应收账款	33,056.86	37,322.46	35,778.20	45,398.71
预付款项	12,303.68	8,635.61	7,117.60	7,968.57
应收利息	782.54	224.36	342.75	-
其他应收款	3,434.70	3,064.14	200.33	389.71
存货	20,605.99	21,573.38	24,295.58	34,620.98
其他流动资产	4,872.62	5,220.11	2,085.16	
流动资产合计	103,410.83	90,657.83	79,963.41	97,339.42
发放委托贷款及垫款	48,920.69	50,870.08	49,621.35	47,931.34
长期股权投资	1,337.35	1,411.25	3,752.52	3,884.50
投资性房地产	3,054.85	3,131.55		
固定资产	49,051.91	35,683.49	26,226.31	13,594.76
在建工程	10,426.11	5,152.25	6,672.44	4,536.87
工程物资	16.13	5.38	7.47	3.51
无形资产	8,069.24	7,737.22	7,904.13	5,083.71
长期待摊费用	19.56	48.27	64.13	68.18
递延所得税资产	499.97	308.88	278.82	60.67
其他非流动资产	1,240.13	317.69	-	-
非流动资产合计	122,635.94	104,666.06	94,527.15	75,163.54
资产总计	226,046.77	195,323.88	174,490.56	172,502.96
短期借款	40,563.64	68,423.89	62,497.73	78,940.53
应付票据	1,216.71	3,000.39	3,010.16	586.96
应付账款	5,964.57	3,766.03	4,014.32	4,222.62
预收款项	2,042.50	2,136.60	1,254.52	1,024.62
应付职工薪酬	420.98	980.70	663.81	472.26
应交税费	2,342.06	1,668.40	1,382.31	120.71
应付利息	188.96	237.55	123.24	326.40
应付股利	1,129.38	-	-	-
其他应付款	865.93	2,072.98	1,449.27	1,131.00
其他流动负债	-	-	869.20	-
流动负债合计	54,734.73	82,286.54	75,264.56	86,825.10
预计负债	323.43	332.25	339.30	220.87

其他非流动负债	10,967.95	6,382.33	1,620.00	141.00
非流动负债合计	11,291.38	6,714.58	1,959.30	361.87
负债合计	66,026.11	89,001.12	77,223.85	87,186.97
股本	44,191.17	36,480.00	36,480.00	36,480.00
资本公积	44,567.77	130.07	130.07	130.07
盈余公积	4,343.46	4,343.46	3,652.71	2,889.40
一般风险准备	474.81	474.81	464.90	456.65
未分配利润	38,091.26	34,244.86	26,904.05	18,032.89
外币报表折算差额	-1.71	-1.32	-0.54	-0.54
归属于母公司所有者权益合计	131,666.76	75,671.89	67,631.20	57,988.47
少数股东权益	28,353.90	30,650.88	29,635.52	27,327.53
所有者权益合计	160,020.66	106,322.77	97,266.71	85,316.00
负债和所有者权益总计	226,046.77	195,323.88	174,490.56	172,502.96

资料来源：公司审计报告及公司半年报

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2014年6月	2013年	2012年	2011年
一、营业总收入	71,382.30	149,477.13	175,653.53	183,016.88
其中：营业收入	71,382.30	139,852.78	166,113.84	174,908.09
利息收入	-	9,497.87	9,292.09	7,900.06
手续费及佣金收入	-	126.49	247.59	208.73
二、营业总成本	60,846.73	131,522.36	159,771.63	166,181.54
其中：营业成本	55,202.28	120,595.93	147,577.68	156,889.97
利息支出	590.73	1,109.07	874.07	898.88
手续费及佣金支出	1.00	12.28	10.66	1.77
营业税金及附加	194.00	488.30	491.05	370.17
销售费用	1,144.72	2,755.54	2,778.20	2,288.34
管理费用	2,152.96	3,639.72	3,106.92	2,527.30
财务费用	1,168.40	2,603.24	3,580.32	2,812.86
资产减值损失	392.64	318.28	1,352.72	392.26
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-73.90	-257.14	-33.56	337.16
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-73.90	-257.14	-33.56	337.16
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	10,461.67	17,697.64	15,848.34	17,172.50
加：营业外收入	950.62	530.30	2,228.92	133.44
减：营业外支出	2.50	26.46	95.87	15.94
其中：非流动资产处置损失	2.16	14.10	19.18	6.83
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	11,409.79	18,201.48	17,981.39	17,290.00
减：所得税费用	2,515.59	3,788.68	3,221.02	2,733.48
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	8,894.21	14,412.80	14,760.37	14,556.52
归属于母公司所有者的净利润	6,848.36	9,314.09	10,371.52	9,999.31
少数股东损益	2,045.85	5,098.71	4,388.85	4,557.20
六、每股收益：				
（一）基本每股收益	0.17	0.26	0.28	0.27
（二）稀释每股收益	0.17	0.26	0.28	0.27
七、其他综合收益	-0.52	8.97	1.88	131.24
八、综合收益总额	8,893.69	14,421.77	14,762.25	14,687.75
归属于母公司所有者的综合收益总额	6,847.97	9,317.49	10,372.33	10,058.21
归属于少数股东的综合收益总额	2,045.72	5,104.28	4,389.92	4,629.55

资料来源：公司审计报告及公司半年报

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2014年6月	2013年	2012年	2011年
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	75,167.76	125,140.43	179,724.06	161,965.17
收取利息、手续费及佣金的现金	3,418.40	9,141.14	9,334.36	8,900.13
收到的税费返还	1,225.77	2,424.40	1,666.40	587.91
收到其他与经营活动有关的现金	632.39	357.43	2,264.34	364.74
经营活动现金流入小计	80,444.33	137,063.40	192,989.16	171,817.94
购买商品、接受劳务支付的现金	54,714.85	107,755.41	137,943.21	165,849.15
客户贷款及垫款净增加额	-1,766.98	1,340.50	1,873.60	11,957.96
支付利息、手续费及佣金的现金	649.67	1,057.30	885.91	881.14
支付给职工以及为职工支付的现金	2,850.42	4,601.13	3,657.55	2,389.38
支付的各项税费	2,439.31	5,653.52	5,255.38	3,708.59
支付其他与经营活动有关的现金	2,578.14	5,433.09	3,949.97	2,325.77
经营活动现金流出小计	61,465.40	125,840.96	153,565.62	187,111.98
经营活动产生的现金流量净额	18,978.93	11,222.45	39,423.55	-15,294.04
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	-	1,960.00	-	-
取得投资收益所收到的现金	-	124.13	98.42	559.80
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	57.99	13.26	12.56	7.37
收到其他与投资活动有关的现金	5,055.00	5,000.00	1,500.00	-
投资活动现金流入小计	5,112.99	7,097.39	1,610.98	567.16
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	29,306.83	14,272.12	17,230.99	9,197.62
投资支付的现金	-	3,000.00	-	2,500.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	-	1,641.88
投资活动现金流出小计	29,306.83	17,272.12	17,230.99	13,339.50
投资活动产生的现金流量净额	-24,193.84	-10,174.73	-15,620.01	-12,772.34
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	51,759.32	-	1,140.00	6,149.44
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	-	1,140.00	6,149.44
取得借款收到的现金	25,223.01	109,654.35	143,219.97	143,544.75
收到其他与筹资活动有关的现金	-	605.00	1,000.00	-
筹资活动现金流入小计	76,982.33	110,259.35	145,359.97	149,694.19
偿还债务支付的现金	53,083.26	103,728.19	159,662.77	120,323.66
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7,270.22	7,853.61	7,597.74	6,423.05

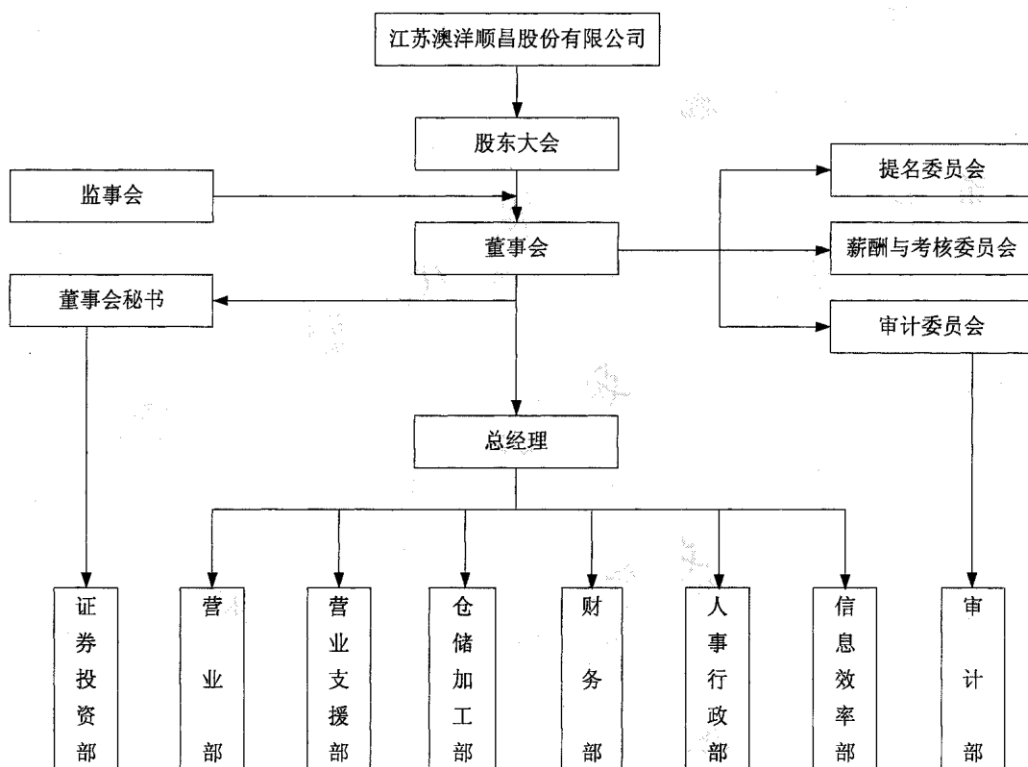
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	3,213.31	4,088.92	3,221.94	2,489.04
筹资活动现金流出小计	60,353.48	111,581.80	167,260.51	126,746.70
筹资活动产生的现金流量净额	16,628.85	-1,322.45	-21,900.53	22,947.49
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-239.16	-46.95	-80.34	313.49
五、现金及现金等价物净增加额	11,174.78	-321.69	1,822.66	-4,805.40
加：期初现金及现金等价物余额	6,205.96	6,527.66	4,704.99	9,510.39
六、期末现金及现金等价物余额	17,380.74	6,205.96	6,527.66	4,704.99

资料来源：公司审计报告及公司半年报

附录三-2 现金流量表补充资料 (单位: 万元)

项目	2014年6月	2013年	2012年	2011年
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	8,894.21	14,412.80	14,760.37	14,556.52
加: 资产减值准备	392.64	318.28	1,352.72	392.26
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,739.76	2,506.75	1,678.92	1,286.21
无形资产摊销	88.55	168.64	138.58	91.25
长期待摊费用摊销	33.16	46.30	34.05	69.69
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	-15.21	3.37	16.97	-3.08
财务费用(收益以“-”号填列)	1,064.29	2,584.33	3,523.38	2,913.40
投资损失(收益以“-”号填列)	-73.90	257.14	33.56	-337.16
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-191.08	-30.07	-218.14	-4.71
存货的减少(增加以“-”号填列)	967.39	2,722.20	10,325.40	-14,247.77
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	3,891.41	-13,773.81	7,185.34	-17,127.41
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	1,861.56	2,006.51	592.39	-2,883.23
其他	326.15			
经营活动产生的现金流量净额	18,978.93	11,222.45	39,423.55	-15,294.04
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
3. 现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	17,380.74	6,205.96	6,527.66	4,704.99
减: 现金的期初余额	6,205.96	6,527.66	4,704.99	9,510.39
现金及现金等价物净增加额	11,174.78	-321.69	1,822.66	-4,805.40
资料来源: 公司审计报告及公司半年报				

附录四 公司组织架构图



附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	$(\text{营业收入} + \text{利息收入} + \text{手续费及佣金收入}) / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$(\text{营业收入} + \text{利息收入} + \text{手续费及佣金收入}) / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$(\text{营业成本} + \text{利息支出} + \text{手续费及佣金支出}) / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$(\text{营业成本} + \text{利息支出} + \text{手续费及佣金支出}) / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期（天）	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
盈利能力	综合毛利率	$\{1 - (\text{营业成本} + \text{利息支出} + \text{手续费及佣金支出}) / (\text{营业收入} + \text{利息收入} + \text{手续费及佣金收入})\} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对发行主体开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，在受评债券存续期内发行主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据发行主体信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整发行主体信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据发行主体公开信息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或终止评级。

本评级机构将及时在网站 (www.pyrating.cn) 公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。