

江苏金灌投资发展集团有限公司

**2013年10亿元公司债券
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，本评级机构与发行主体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与受评对象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发行主体提供，本评级机构并不保证引用资料的准确性和完整性。

本评级机构有充分理由保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因发行主体和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

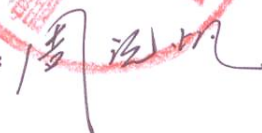
本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

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：



江苏金灌投资发展集团有限公司 2013 年 10 亿元公司债券信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA+ 发行主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：10 亿元

债券期限：6 年

增信方式：土地使用权抵押

评级日期：2013 年 01 月 06 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对江苏金灌投资发展集团有限公司（以下简称“金灌投资”或“公司”）本次拟发行总额10亿元公司债券（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。该等级是鹏元基于对金灌投资的运营环境、经营状况、财务实力、政府支持力度以及本期债券的增信方式等因素综合评估确定的。

主要财务指标：

项目	2011 年	2010 年	2009 年
总资产（万元）	604,281.76	521,423.58	458,180.00
归属于母公司所有者权益合计（万元）	499,164.05	416,121.64	379,940.72
资产负债率	17.39%	20.19%	16.99%
流动比率	8.14	5.89	6.33
营业收入（万元）	45,516.18	59,955.02	49,570.73
利润总额（万元）	13,321.61	18,286.49	15,528.41
补贴收入（万元）	18,548.49	18,166.40	15,376.88
综合毛利率	5.36%	11.31%	11.60%
总资产回报率	2.71%	3.82%	-
EBITDA（万元）	17,776.09	21,115.20	17,738.52
EBITDA 利息保障倍数	5.90	11.24	17.91
经营活动现金流净额（万元）	22,345.79	10,648.81	-20,783.80

资料来源：公司审计报告

基本观点：

- 灌南县近年来经济发展情况较好，财政实力显著增强；
- 公司业务经营表现较为稳定，后续基础设施建设规模较大，储备土地资产较为充足，收入来源较有保障；
- 公司作为灌南县唯一的综合性投融资平台，在资产注入等方面获得了当地政府的大力支持；
- 公司提供的国有土地使用权抵押担保的增信方式有效地提升了本期债券的信用水平。

关注：

- 公司在建、拟建项目投资规模较大，公司面临一定的资金压力；
- 公司收入主要来自土地出让，后续建设资金和债务偿还能力易受土地市场的影响。

分析师

姓名：刘书芸 祝 超

电话：021-51035670

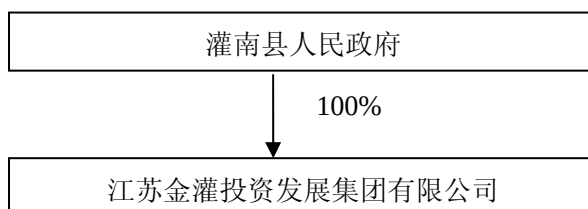
邮箱：liushuy@pyrating.cn

一、发行主体概况

江苏金灌投资发展集团有限公司（以下简称“金灌投资”或“公司”）的前身连云港市灌南资产经营有限公司是由灌南县人民政府出资于 2003 年 12 月 19 日设立的国有独资有限责任公司，初始注册资本 10,000 万元；后于 2007 年 6 月更名为连云港金灌投资发展有限公司，并于 2008 年 5 月改组为现名。

经 2009 年 9 月和 2011 年 12 月两次增资，公司注册资本增至 36,000 万元，其中货币出资 12,000 万元，土地使用权出资 10,000 万元，资本公积转增资本 14,000 万元。截至 2011 年 12 月 31 日，公司产权及控制关系如图 1 所示：

图1 截至2011年12月31日公司的产权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司是灌南县人民政府下属唯一的综合性投融资平台，主要从事灌南县内的城市基础设施、交通运输（公路、水运港口）等项目的投资、建设和运营业务。截至 2011 年 12 月 31 日，公司资产总额 60.43 亿元，归属于母公司所有者权益 49.92 亿元，资产负债率 17.39%。2011 年度公司实现营业收入 4.55 亿元，净利润 1.32 亿元，经营活动净现金流入 2.23 亿元。

公司拥有 8 家一级子公司，涉及金融担保、交通工程施工、房产开发、公路养护等多个领域，截至 2011 年 12 月 31 日，纳入公司合并报表范围的子公司情况见表 1。

表 1 截至 2011 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	本公司合计 持股比例	子公司 层级
江苏灌河投资发展有限公司	投资开发	10,000.00	100.00%	一级
连云港灌河投资担保有限公司	贷款担保	10,000.00	100.00%	一级
连云港金灌投资担保有限公司	贷款担保	6,000.00	100.00%	一级
灌南县广电网络有限公司	广播电视传播	1,500.00	100.00%	二级
灌南县四通公路有限公司	公路养护工程	1,300.00	100.00%	二级

灌南县灌河旅游发展有限公司	旅游项目开发	1,000.00	100.00%	一级
灌南县金灌置业有限公司	房地产开发	800.00	100.00%	一级
灌南县兴民扶贫开发有限公司	种植业、养殖业、扶贫开发	100.00	100.00%	一级
灌南县三创交通投资有限公司	交通工程施工	5,000.00	99.62%	一级
灌南县扬帆港务有限公司	港口建设	2,000.00	90.00%	一级

资料来源：公司审计报告

二、本期债券概况

债券名称：2013 年江苏金灌投资发展集团有限公司公司债券（简称“13 金灌债”）；

发行总额：人民币 10 亿元；

债券期限和利率：本期债券期限为 6 年，采用固定利率形式；

还本付息方式：每年付息一次，从第三个计息年度开始至第六个计息年度分别逐年偿还本期债券本金的 25%，当期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息；

增信方式：公司以其拥有的评估值为 22.92 亿元的国有土地使用权提供抵押担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金人民币 10 亿元，用途如下表所示：

表 2 本期债券募集资金用途

项目名称		总投资额 (万元)	拟用债券资金 (万元)	占项目总投资比例	项目批文
保障性住房项目	紫薇花园小区	30,000.00	18,000.00	60.00%	灌发改[2010]149 号 灌环发[2010]94 号
	铜灌世纪家园小区	45,000.00	22,000.00	48.89%	灌发改[2011]56 号 灌环发[2011]12 号
	新东佳苑小区	40,000.00	19,000.00	47.50%	灌发改[2011]92 号 灌环发[2011]47 号
灌南县新港大道	二期建设工程	51,000.00	19,200.00	37.65%	灌发改[2009]12 号
	三期建设工程	53,099.00	21,800.00	41.06%	灌发改[2010]146 号
合计		219,099.00	100,000.00		-

注：灌南县新港大道二、三期建设工程项目均已通过灌南县环境保护局审批。

资料来源：公司提供

（一）灌南县保障性住房建设项目

1、灌南县紫薇花园小区

该项目总建筑面积137,486平方米，其中住宅123,869平方米、配套设施13,617平方米。建设地点位于迎宾大道北侧、经八路东侧。

该项目经灌南县发改委《关于新建紫薇花园小区保障性住房项目可行性研究报告的批复》（灌发改[2010]149号）批准。

该项目总投资30,000万元，拟使用本期债券18,000万元，占总投资的60%。该项目于2010年12月开工，截至2011年底，已完成78.27%的工程量。

该项目已与灌南县人民政府签署项目投资建设委托协议书，在债券存续期内每年由灌南县人民政府支付代建偿付资金，分8年支付，偿付资金总额为5.4亿元。

2、灌南县铜灌世纪家园小区

该项目总建筑面积160,000平方米，其中住宅143,100平方米、配套设施16,900平方米。建设地点位于宁连高速东侧、人民西路北侧、经四路西侧。

该项目经灌南县发改委《关于新建铜灌世纪家园小区保障性住房项目可行性研究报告的批复》（灌发改[2011]56号）批准。

该项目总投资45,000万元，拟使用本期债券22,000万元，占总投资的48.89%。该项目于2011年10月开工，截至2011年底，已完成51.23%的工程量。

该项目已与灌南县人民政府签署项目投资建设委托协议书，在债券存续期内每年由灌南县人民政府支付代建偿付资金，分8年支付，偿付资金总额为8.1亿元。

3、灌南县新东佳苑小区

该项目总建筑面积145,067平方米，其中住宅133,200平方米、配套设施11,867平方米。建设地点位于人民东路南侧（城东商业广场南侧地块）。

该项目经灌南县发改委《关于新建新东佳苑小区保障性住房项目可行性研究报告的批复》（灌发改〔2011〕92号）批准。

该项目总投资40,000万元，拟使用本期债券19,000万元，占总投资的47.50%。本项目于2011年12月开工，截至2011年底，已完成13.26%的工程量。

该项目已与灌南县人民政府签署项目投资建设委托协议书，在债券存续期内每年由灌南县人民政府支付代建偿付资金，分8年支付，偿付资金总额为7.2亿元。

（二）灌南县新港大道

1、二期建设工程

该项目设计路线起于灌河大堤，向西沿化工园区汽车专用路，经五队乡、田楼乡，终止于沿海高速公路灌南互通，全长25.5公里，设计速度80km/h，路基全宽24.5米，设计标准为一级公路。

该项目经灌南县发改委《关于新建灌南县新港大道二期（沿海高速至灌河大堤段）建设工程项目可行性研究报告的批复》（灌发改[2009]12号）批准。

该项目总投资51,000万元，拟使用本期债券19,200万元，占总投资的37.65%。该项目于2009年3月开工，截至2011年末，已完成91.26%的工程量。

该项目已与灌南县人民政府签署项目投资建设委托协议书，在债券存续期内每年由灌南县人民政府支付代建偿付资金，分8年支付，偿付资金总额为9.18亿元。

2、三期建设工程

该项目设计路线全长23.9公里，设计速度80km/h，路基全宽24.5米，设计标准为一级公路。

该项目经灌南县发改委《关于灌南县新港大道三期（沿海高速公路段-大港村段暨东环路-省道235段）建设工程可行性研究报告的批复》（灌发改[2010]146号）批准。

该项目总投资53,099万元，拟使用本期债券21,800万元，占总投资的41.06%。该项目于2011年1月开工，截至2011年末，已完成66.57%的工程量。

该项目已与灌南县人民政府签署项目投资建设委托协议书，在债券存续期内每年由灌南县人民政府支付代建偿付资金，分8年支付，偿付资金总额为9.56亿元。

四、运营环境

灌南县地理位置优越，资源丰富，近年各产业发展迅速，各项经济指标持续快速增长

灌南县位于江苏省东北部连云港市南翼，东濒黄海，四市交界，西接宿迁的沭阳，南邻淮安的涟水，东与盐城的响水相连。地域面积 1,041 平方公里，总人口约 76 万。

灌南县交通便捷，淮连高速、沿海高速纵跨南北，京沪高速擦境而过，204 国道穿越境内，326、327 省道横贯东西；距离连云港机场、港口、火车站，淮安涟水机场 40 分钟车程；灌河横贯东西，上与京杭大运河、长江相通，下经堆沟港入海，与上海、大连、日本、韩国等国内外各大港口通航。

近年的经济发展过程中，灌南县结合自身实际情况，确立了“二、三、四”¹的发展目标和重点实施的“五大战略”²。依据《2011 灌南年鉴》，灌南县林木资源十分丰富，全县共有林地 36.40 万亩，各类活立木 2,800 多万株，活立木蓄积量 260 多万立方米，县内共有规模以上木材加工企业 26 家，林业产业优势较为突出。机械制造是灌南县传统支柱产业之一，灌南压铸机有限公司是全国同行业唯一的国家二级企业，其投资新建的压铸机工业园，是苏北重要的机械产业集聚区。近年来，灌南县又引进了兴鑫钢铁，亚鑫制管、泰力不锈钢、金昌特钢等钢铁企业和不锈钢加工企业，产业实力进一步增强。酿酒是灌南县传统产业，汤沟系列酒闻名省内外，目前已形成以汤沟两相和酒业集团为龙头，新冠酒业、汤沟酿酒厂等数 10 家企业为支撑的酿酒产业体系，其中汤沟两相和酒业集团年销量 5.39 亿元，利税 1.06 亿元，是灌南县的纳税大户。医药化工是灌南县的新兴产业，灌南县拥有苏北唯一的省级化工产业园，全县共有医药化工规模以上企业 79 家，实现年销售收入 42.84 亿元，利税 2.47 亿元。船舶物流业也是灌南县的新兴产业之一，灌河口已成为我国中小型船舶修造基地之一，灌南沿灌河岸已建成堆沟、五队、长茂三个主港区，在长茂镇已建成以 3,000 吨集装箱码头为中心的现代物流园区，设计年吞吐 50 万标箱，散货 5,000 万吨，船舶物流业正逐步成为灌南县的主导产业之一。灌南是传统农业大县，栽培养殖业先后获得多个国家和省级称号，全县已形成了以菇菌、生猪养殖、花卉苗木三大特色产品为主导的多品种栽培养殖产业格局。

在“五大战略”的推动下，灌南县各项经济指标取得了快速增长，2009-2011 年间灌南县地区生产总值由 107.10 亿元上升至 182.33 亿元，年均复合增长 30.48%；固定资产投资增长迅速，从 157.46 亿元增长到 180.11 亿元，年均复合增长 6.95%。在经济快速发展的同时，灌南县还注重产业结构优化调整，三次产业结构由 2009 年的 22.75:46.95:30.31 调整至 2011 年的 18.83:50.12:31.05，第二、三产业占比略有提升。

表 3 2009-2011 年灌南县经济发展情况

主要指标	2011 年		2010 年		2009 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	182.33	14.00%	140.08	15.40%	107.10	15.30%
第一产业增加值（亿元）	34.33	3.80%	29.19	5.10%	24.36	6.60%
第二产业增加值（亿元）	91.38	17.60%	70.37	22.30%	50.28	17.90%
第三产业增加值（亿元）	56.62	15.30%	40.52	13.10%	32.46	18.70%

¹ “二、三、四”的发展目标：即“两大任务”（跨入百强县、全面达小康），“三维发展”（发展速度全市领跑、经济总量实现翻番、人均指标苏北占优）和“四个明显”（经济结构明显优化、城镇形象明显改善、生态环境明显改善、幸福指数明显提升）。

² “五大战略”：指重点实施创新引领、产业提升、城镇带动、和谐构建、整体联动战略。

固定资产投资（亿元）	180.11	17.03%	206.66	31.20%	157.46	33.20%
社会消费品零售总额（亿元）	48.18	17.40%	41.54	18.60%	31.97	19.00%

资料来源：灌南县 2009-2011 年国民经济统计公报

灌南县财政收入增长较快，国有土地使用权出让金大幅提升，整体财政实力不断增强

近年来，在经济持续快速增长的拉动下，灌南县地方财政收入快速上升。2009-2011 年间，灌南县一般预算收入年复合增长 38.40%，2011 年度，灌南县实现地方一般预算收入 222,193 万元。从收入结构看，2009-2011 年灌南县税收收入占地方一般预算收入比重平均为 68.40%，按税种来分，营业税和契税是灌南县税收收入的重要组成部分。

受近年江苏省“振兴苏北”政策的影响，灌南县得到了江苏省的大力支持，上级补助收入已成为政府财政总收入的重要来源之一。随着城市化进程的不断提高以及新农村建设的不断推进，灌南县房地产市场快速发展，以国有土地使用权出让金为主的政府性基金收入大幅增加，2009-2011 年期间，灌南县累计实现国有土地使用权出让金 44.84 亿元，年复合增长 38.82%，在一定程度增强了灌南县地方财政实力。但由于 2010 年灌南县出让国有土地使用权规模较大，灌南县土地价格较周边地区偏低，为了将土地价格提升至与周边地区相当的合理水平，2011 年灌南县减缓了土地出让速度（2011 年灌南县基本未对外出让国有土地使用权，而将其主要出让给包括金灌投资在内的几家县内大型国有独资公司），同时加大了对灌南县城市基础设施建设投入以带动土地价格升值。目前灌南县正在建设一个高新技术产业园区，配套修建景观湖、樱花公园、南环工程等项目，计划引入高新技术产业企业入驻，并将灌南现有主要企业办公楼迁移至该园区，此外还将引入高标准的医院、学校等公益性项目，以带动周边土地的升值。但考虑到土地市场的不确定性，我们认为灌南县国有土地使用权出让收入未来存在一定波动。

总的来说，灌南县财政收入增长较快，国有土地使用权出让金大幅提升，整体财政实力不断增强。

表 4 2009-2011 年灌南县财政收入情况

（单位：万元）

项目	2011 年	2010 年	2009 年
（一）一般预算收入	222,193.00	181,830.00	116,004.00
1、税收收入	156,191.00	118,249.00	81,254.00
其中：营业税	60,643.00	41,857.00	30,947.00
契税	42,474.00	42,319.00	25,892.00
2、非税收入	66,002.00	63,581.00	34,750.00
（二）上级补助收入	167,634.00	132,999.00	110,805.00

1、一般性转移支付收入	66,688.00	50,752.00	40,909.00
2、专项转移支付收入	88,136.00	70,378.00	59,270.00
3、返还性收入	12,810.00	11,869.00	10,626.00
(三) 政府性基金收入	223,180.00	190,388.00	95,602.00
国有土地使用权出让金	179,645.00	175,511.00	93,226.00
(四) 预算外财政专户收入	5,138.00	14,496.00	13,134.00
地方财政总收入= (一) + (二) + (三) + (四)	618,145.00	519,713.00	335,545.00

资料来源：灌南县财政局

五、经营与竞争

公司是灌南县人民政府下属唯一的综合性投融资平台，收入主要来自交通工程建设和土地一级开发，后续基础设施建设规模较大，储备土地资产较充足，收入来源较有保障

公司是灌南县人民政府下属唯一的综合性投融资平台，业务范围较广，涉及城市基础设施、交通运输工程（公路、水运港口等）建设、土地一级开发、租赁、广播电视传播、投资担保、房地产开发、物流、旅游等方面，主要收入来源于交通工程建设和土地一级开发。

表 5 2009-2011 年公司营业收入构成情况

(单位: 万元)

业务类别	营业收入			毛利率		
	2011 年	2010 年	2009 年	2011 年	2010 年	2009 年
主营业务:	44,783.08	59,409.56	49,570.73	5.35%	11.36%	11.60%
交通工程建设	41,941.82	30,190.20	24,759.26	1.19%	0.24%	0.00%
土地一级开发	-	26,322.34	23,182.87	-	17.79%	23.59%
租赁	1,552.55	1,536.35	-	54.52%	57.06%	-
广播电视传播	1,051.15	943.76	-	77.07%	75.81%	-
金融担保业	237.10	400.71	243.95	100.00%	100.00%	97.42%
房地产开发	0.45	16.19	1,384.66	7.69%	0.00%	3.05%
其他业务:	733.09	545.47	-	6.08%	6.05%	-
广告收入	710.09	545.47	-	3.03%	6.05%	-
租赁	23.00	-	-	100.00%	-	-
合计	45,516.18	59,955.02	49,570.73	5.36%	11.31%	11.60%

资料来源：公司审计报告

公司是灌南县大型交通工程项目的投融资和建设主体，灌南县人民政府将交通工程项目委托公司代建，公司主要依据施工进度情况按照成本确认工程收入，建设投资收益由县财政局以补贴收入的形式给予公司。2009-2011 年间公司主要建设的交通工程项目有新港大道一、二期工程，三年总共确认工程收入 90,123.70 万元，该项目由子公司灌南县三创交通

投资有限公司承建，工程共有三期，目前一期工程已基本实现通车，二期也已部分实现通车，前两期工程总投资 90,123.70 万元，主要建设资金来源于公司自有资金和银行贷款，同时该项目于 2009-2011 年分别收到政府贴息 1,107.37、1,630.24 和 1,051.23 万元，目前新港大道三期建设工程正在施工，预计投资规模 53,099 万元，尚未结转收入。此外，公司拟建南环公路、宁淮一级公路灌南段等项目，预计投资 30-40 亿元，后续基础设施建设规模较大。

公司土地一级开发业务是由灌南县政府将土地划到公司名下，由公司进行土地开发，然后依据公司与灌南县政府签订的协议，将开发好的土地委托灌南县政府出让，灌南县政府出让土地之后在收到土地出让款后次日将出让价款转入公司指定账户，2009-2010 年间公司土地一级开发业务收入稳步增长。

表 6 2009-2010 年公司土地出让明细表

年度	地块名称	产权证号	权证面积 (m ²)	出让土地成本 (万元)	出让价款 (万元)
2009	原县劳动服务中心	01-6026	8,443.00	327.05	1,138.35
	新安镇人民西路北侧	01-5223、01-6020	8,328.78	473.02	10,028.49
	新安镇新东南路西侧	01-5891	131,214.00	2,650.64	1,468.04
	富康新村西侧地块	01-5892	160,223.00	463.1	363
	乔庄新村南侧地块	01-5899	220,056.00	4,952.19	5,240.23
	实验中学北侧地块	01-5935	198,673.00	7,862.94	4,944.76
	合计:	-	726,937.78	16,728.94	23,182.87
2010	新安镇徐州北路东侧	01-6018	88,435.70	2,227.67	2,228.00
	原县政府地块	01-5152	14,974.00	2,029.82	5,196.60
	新安镇人民路北侧	01-5218	5,333.70	722.9	1,417.86
	苏州北路东侧地块	01-5898	405,350.00	8,848.44	7,865.28
	英雄南路东侧地块	01-5906	113,302.00	2,852.93	2,103.11
	苏州商贸城西侧	01-6099	75,374.00	4,957.59	7,511.49
	合计:	-	702,769.40	21,639.35	26,322.34

资料来源：公司提供

2010 年灌南县出让的土地较多，但由于地块地理位置差异，导致公司土地一级开发业务毛利率水平较上年有所下滑。灌南县土地出让价格尚处于较低水平，为提升该业务的获利水平，2011 年公司暂停土地出让，加大基础设施建设投入，以提升土地出让价格。目前公司待出让的土地资产较充足，截至 2011 年底，公司土地一级开发成本为 316,492.21 万元，为公司后续土地出让提供了保障。由于土地出让收入受土地市场影响较大，作为公司收入的主要来源，这对公司业务稳定性和债务偿还能力可能将产生影响。

公司租赁业务主要为自有房产对外租赁，目前租赁房产建筑面积约8.6万平方米，主要租赁对象为县政府、机关及事业单位，租赁关系较为稳定，是公司稳定的收入来源之一。公司广播电视传播业务主要由2010年县政府无偿划拨入公司的子公司灌南县广电网络有限公司运作，并收取有限电视网络服务费和广告费用，2010-2011年间公司广电收入增长主要来源于县人口增长和有线电视覆盖率的提升，随着县“户户通”工程步入尾声，至2011年底灌南县有线电视网络已覆盖超过90%的住户，未来广电收入增长将主要依靠人口增长、广告收入和可选付费套餐的推出。公司金融担保业务主要由子公司连云港灌河投资担保有限公司和连云港金灌投资担保有限公司运作，目前连云港灌河投资担保有限公司已获得融资性担保公司行政许可，2011年两家子公司共实现担保业务金额28,721.50 万元，但由于公司担保对象主要为灌南县重点支持的大型企业和一些创业的农村妇女，公司收取的担保费率较低，2011年两家子公司仅实现担保收费237.10 万元，平均担保费率仅0.83%。公司2011年担保收入有所下滑，主要是由于灌南县资源再回收企业于2010年享受了税收奖励政策，部分企业用县财政局尚未到位的税收奖励做反担保进行担保，2011年奖励政策期限结束，该类企业无反担保资产，从而无法从公司申请担保业务，导致该块业务的下滑。

灌南县人民政府对公司的支持力度较大，近年来通过资产、补贴收入注入等方式，提升了公司的资本实力和投融资能力

公司主要从事交通运输（公路、水运港口）、城市基础设施建设等业务，承担着灌南县公用基础设施投资、建设和运营的任务。为使公司更好地开展业务，灌南县人民政府通过资产、补贴收入注入等方式为公司发展提供支持，从而增强了公司的资本实力和投融资能力。

依据灌政发[2010]第57号文，灌南县人民政府于2010年将灌南县广电网络有限公司、灌南县四通公路养护工程有限公司无偿划拨入公司。灌南县广电网络有限公司注册资本1,500万元，主要运营广播电视传播业务，2011年度实现广电收入1,051.15万元和广告收入710.09万元，是公司较为稳定的收入来源之一。灌南县四通公路养护工程有限公司注册资本1,300万元，主要运营公路养护业务。灌南县人民政府于2012年1月7日对公司无偿划拨土地27,279,985平方米，评估总价22.92亿元。上述资产的注入显著增加了公司的资产规模和投融资能力。

为增强公司资本实力，灌南县人民政府于2011年12月对公司增资6,000万元，此外，根据灌财发[2009]163、[2009]164、[2009]165、[2010]178 、[2010]179、[2010]180、[2010]181、[2011]181、[2011]182、[2011]183、[2011]184等文件，针对公司基本建设支出、万亩粮田工程、安居工程、新港大道等项目，2009-2011年灌南县财政局共给予公司4.63亿元、子公司金

灌置业0.41亿元、灌河投资0.14亿元、三创交通0.03亿元，共计5.21亿元的补贴收入。

总体来看，灌南县人民政府对公司的支持力度较大，公司资本实力和投融资能力得到显著提升。

近年灌南县城建设力度较大，公司目前在建项目和拟建工程较多，存在较大的资金需求

公司目前在建项目和拟建工程较多，截至 2011 年底，公司在建项目总投资规模达 228,349 万元，尚需投资 168,617.88 万元，新港大道二、三期工程、紫薇花园小区、铜灌世纪家园小区和新东佳苑小区五个项目目前尚处于施工阶段，公司未将其作为在建工程核算，而将其计入存货。此外，公司拟建南环路、宁淮一级公路灌南段等项目，预计投资 30-40 亿元，公司存在较大的资金需求。

表7 截至2011年末公司在建项目情况

(单位: 万元)

项目	开工时间	总投资	已投资	尚余投资	完工进度
天湖项目	2008 年 7 月	350.00	283.08	66.92	81.00%
新港大道二期	2009 年 3 月	51,000.00	27,999.00	23,001.00	54.90%
五龙口水环境治理项目	2009 年 4 月	100.00	73.57	26.43	75.00%
广电大楼	2009 年 8 月	1,000.00	893.96	106.04	89.00%
二郎神文化遗迹公园	2010 年 2 月	7,000.00	5,542.67	1,457.33	80.00%
金灌大楼改造项目	2010 年 3 月	100.00	102.09	-	100.00%
码头一期工程款	2010 年 4 月	700.00	577.56	122.44	82.00%
紫薇花园小区	2010 年 12 月	30,000.00	3,690.00	26,310.00	12.30%
新港大道三期	2011 年 1 月	53,099.00	16,402.28	36,696.72	30.89%
铜灌世纪家园小区	2011 年 10 月	45,000.00	3,609.00	41,391.00	8.02%
新东佳苑小区	2011 年 12 月	40,000.00	560.00	39,440.00	1.40%
其他零星工程	-	-	24.78	-	-
合计	-	228,349.00	59,757.99	168,617.88	-

资料来源：公司审计报告，公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经江苏苏亚金诚会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2009-2011年的三年连审审计报告。

2011 年较 2010 年纳入公司合并范围的子公司未发生改变，而 2010 年纳入公司合并范围的子公司较 2009 年增加四家，具体变更情况见表 8。

表 8 2010 年较 2009 年合并范围变化情况

新增单位名称	原因说明
灌南县广电网络有限公司	2010 年无偿划拨
灌南县四通公路养护工程有限公司	2010 年无偿划拨
灌南县扬帆港务有限公司	2010 年购买股权并增资，股权比例 99.62%
灌南县灌河旅游发展有限公司	2010 年新成立公司

资料来源：公司审计报告

资产结构与质量

公司近年来资产规模稳步增长，流动资产占比较高，整体资产质量较好

随着政府资产的注入以及代建的城市基础设施项目规模的不断增加，公司近年资产规模稳步增长，2009-2011 年复合增长率 7.65%，至 2011 年底，公司资产总额为 604,281.76 亿元。公司资产以流动资产为主，截至 2011 年末，流动资产占公司总资产比重为 82.19%。

表9 2009-2011年公司主要资产构成情况

（单位：万元）

项目	2011 年		2010 年		2009 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	496,677.66	82.19%	424,471.37	81.41%	356,564.75	77.82%
货币资金	17,749.04	2.94%	10,840.94	2.08%	3,759.35	0.82%
应收账款	66,183.00	10.95%	66,340.02	12.72%	31,445.87	6.86%
预付款项	13,744.48	2.27%	7,603.55	1.46%	524.12	0.11%
其他应收款	72,929.92	12.07%	43,884.82	8.42%	18,830.14	4.11%
存货	326,071.21	53.96%	295,802.05	56.73%	302,005.26	65.91%
非流动资产合计	107,604.10	17.81%	96,952.21	18.59%	101,615.26	22.18%
长期股权投资	10,956.14	1.81%	8,264.51	1.58%	5,738.25	1.25%
投资性房地产	17,243.72	2.85%	17,853.94	3.42%	-	0.00%
固定资产	6,251.38	1.03%	7,224.92	1.39%	23,839.88	5.20%
在建工程	7,947.83	1.32%	2,833.41	0.54%	117.49	0.03%
无形资产	65,205.02	10.79%	60,775.43	11.66%	71,919.65	15.70%
资产总计	604,281.76	100.00%	521,423.58	100.00%	458,180.00	100.00%

资料来源：公司审计报告

公司流动资产主要由存货、其他应收款和应收账款构成。公司存货主要是土地一级开发成本和交通建设工程施工项目，由于 2011 年公司未对外出让土地，公司土地一级开发成本

有所提升，储备土地存量上升，此外，由于公司 2011 年结转了新港大道的部分收入，工程施工项目有所下降。截至 2011 年底，公司其他应收款中账龄在一年以内的占比为 72.12%，且主要应收对象为灌南县财政局，主要为子公司拆借财政局借款和往来款，应收金额为 40,189.31 万元，占其他应收款总额的 54.02%，由于灌南县财政实力较强，回收风险较小。截至 2011 年底，公司应收账款中账龄在一年以内的占比为 63.52%，且应收对象为灌南县财政局、灌南县公路站、县交通局等机关单位，主要为公司应收财政局的土地出让金等项目，由于国家机关单位的违约风险较低，回收风险较小。无形资产是公司主要的非流动资产，公司无形资产均为土地使用权，主要以行政事业单位、学校占用的公益性资产为主。

表 10 2009-2011 年公司存货明细情况表 (单位: 万元)

项目	2011 年	2010 年	2009 年
土地一级开发成本	316,492.21	245,617.21	241,029.16
工程施工	6,560.97	47,474.65	59,555.42
开发产品	2,945.98	2,607.09	1,420.68
原材料	71.91	102.96	0.00
其他	0.14	0.14	0.00
合计	326,071.21	295,802.05	302,005.26

资料来源：公司审计报告

总体上看，公司近年资产规模稳步增长，流动资产占比较高，土地一级开发储备较为充足，整体资产质量较好。

盈利能力

公司营业收入主要为交通工程建设收入和土地一级开发业务收入，近年政府补贴收入对公司盈利水平贡献较大

公司营业收入主要为交通工程建设收入和土地一级开发业务收入，2009-2011 年间两项业务收入占公司营业收入的比例分别为 96.71%、94.26%和 92.15%。2009-2010 年间收入规模平稳增长，毛利率水平也较为稳定。2011 年公司营业收入出现了下滑，主要是由于公司 2011 年末进行土地出让，无土地一级开发业务收入。但公司 2011 年继续增加土地开发规模，未来待土地价格上涨后预期可为公司带来较好的收益。公司土地一级开发业务毛利水平较高，但 2011 年末开展该业务，导致公司整体毛利率的下滑。

公司发展获得了灌南县政府的大力支持，补贴收入稳定增长，2009-2011 年公司分别获得补贴收入 1.54 亿元、1.82 亿元和 1.85 亿元，合计 5.21 亿元。

公司 2011 年期间费用率较高，其中管理费用较 2010 年增加 2,045.72 万元，主要是公司 2011 年补交的房产税和土地使用税。此外，公司 2011 年财务费用增幅也较大，这主要是由于利息支出的大幅增长。

表11 2009-2011年公司主要盈利能力指标

项目	2011 年	2010 年	2009 年
营业收入（万元）	45,516.18	59,955.02	49,570.73
营业利润（万元）	-6,687.72	22.15	-406.36
补贴收入（万元）	18,548.49	18,166.40	15,376.88
利润总额（万元）	13,321.61	18,286.49	15,528.41
净利润（万元）	13,195.19	18,129.17	15,169.62
综合毛利率	5.36%	11.31%	11.60%
期间费用率	18.50%	8.59%	6.76%
总资产回报率	2.71%	3.82%	-

资料来源：公司审计报告

现金流

公司经营现金流量表现较好，但在建、拟建项目投资规模较大，公司存在一定的资金压力

公司经营活动现金流入主要系公司工程价款、土地出让金和收到的补贴收入。2009-2011 年间公司经营活动现金流量波动较大，这主要是由于营运资本的波动。由于 2011 年公司暂停土地一级开发业务，净利润水平有所下降，从而导致公司 FFO 水平也有所下降。然而由于公司经营性应付项目增加较快，从 2010 年的 1,113.31 万元增加至 11,797.67 万元，公司营运资本占用减少，从而 2011 年公司经营活动现金流量表现为净流入 22,345.79 亿元。

由于公司在建和拟建项目投资规模较大，其中在建项目尚需投入 168,617.88 万元，此外，公司拟建南环路、宁淮一级公路灌南段等项目，预计投资 30-40 亿元，因此，公司未来短期内将有较大的资金需求，面临较大的资金压力。

2009-2011 年间，公司投资活动现金流量一直表现为净流出，主要用于对外拆出资金、支付短期委托发放贷款和构建固定资产、无形资产。公司 2010、2011 年分别对外拆出资金 10,000 万元和 14,500 万元，主要为子公司江苏灌河投资发展有限公司对财政局的资金拆借款，2009-2011 年用于构建固定资产、无形资产的现金分别为 1,229.07 万元、5,201.35 万元和 3,759.57 万元。

筹资活动现金流入主要系公司取得银行贷款和吸收投资收到的现金，筹资活动现金流出

主要是偿还贷款本息支付的现金。由于公司从事城市基础设施建设项目资金需求较大，因此公司筹资活动较多，2009-2011年公司通过借款获得的现金流量净额累计达74,250万元。此外，公司于2011年12月进行了增资，获得货币资金6,000万元，对公司的现金压力起了一定的缓解作用。

总的来说，公司经营现金流虽表现较好，一定程度上缓解了公司对筹资的依赖度，但由于公司经营活动承建的项目工程需要较大的现金流出，公司仍存在一定的资金压力。

表 12 2009-2011 年公司现金流量表 (单位: 万元)

项目	2011 年	2010 年	2009 年
净利润	13,195.19	18,129.17	15,169.62
非付现费用	2,845.07	2,398.57	3,953.05
非经营损益	1,123.83	215.27	-632.21
FFO	17,164.08	20,743.02	18,490.46
营运资本变化	4,316.54	-7,614.72	-41,051.70
其中：存货减少（减：增加）	38,067.36	8,419.81	-54,555.22
经营性应收项目的减少（减：增加）	-45,548.49	-17,147.84	-25,214.11
经营性应付项目增加（减：减少）	11,797.67	1,113.31	38,717.63
其他	1,141.51	-2,540.57	2,053.79
经营活动现金流量净额	22,345.79	10,648.81	-20,783.80
投资活动的现金流量净额	-18,765.06	-23,434.89	-3,299.78
筹资活动产生的现金流量净额	3,327.37	19,867.67	26,724.84
现金及现金等价物净增加额	6,908.10	7,081.59	2,641.26

资料来源：公司审计报告

资本结构和财务安全性

公司当前负债水平不高，短期债务压力不大

近年来随着公司业务不断发展，公司负债规模有所增加，截至2011年底，公司负债规模达到105,109.99万元，较2009年增加35.06%，但由于灌南县人民政府的资产注入，公司所有者权益也大幅增加，整体负债率保持在较低水平。

公司负债主要为其他应付款和长期借款，其他应付款对象主要为对灌南县财政局、乡镇财政所、灌南县自来水公司、灌河财政分局和江苏万年达建设有限公司，前五大应付对象占其他应付款总额的53.30%。截至2011年底，公司长期借款总额为37,800万元，未来六年年还本付息额约五、六千万，其中抵押借款和信用借款的比例分别为94.71%和5.29%。为取得抵押贷款，公司共计抵押账面原值168,624.36万元的土地和账面原值6,944.17万元的房产。

表13 2009-2011年公司主要负债构成情况

(单位: 万元)

项目	2011 年		2010 年		2009 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	61,029.25	58.06%	72,026.33	68.40%	56,322.59	72.37%
短期借款	4,687.00	4.46%	10,582.00	10.05%	3,500.00	4.50%
应付账款	1,698.66	1.62%	7,986.42	7.58%	60.00	0.08%
预收款项	3,322.64	3.16%	21,190.64	20.13%	31,097.36	39.96%
应交税费	5,308.03	5.05%	7,536.81	7.16%	4,073.22	5.23%
其他应付款	39,767.01	37.83%	16,613.67	15.78%	13,346.69	17.15%
一年内到期的非流动负债	4,800.00	4.57%	6,900.00	6.55%	3,500.00	4.50%
其他流动负债	1,207.31	1.15%	1,070.51	1.02%	745.32	0.96%
非流动负债合计	44,080.73	41.94%	33,267.96	31.60%	21,500.00	27.63%
长期借款	37,800.00	35.96%	29,400.00	27.92%	21,500.00	27.63%
专项应付款	6,280.73	5.98%	3,867.96	3.67%	-	0.00%
负债总额	105,109.99	100.00%	105,294.29	100.00%	77,822.59	100.00%

资料来源: 公司审计报告

从偿债能力指标上看, 公司的负债水平不高, 债务保障水平较好, 短期债务压力不大。公司2011年EBITDA利息保障倍数水平降低, 这主要是由于2011年公司利息支出大幅增加, 较2010年水平增长了60.28%, 而EBITDA规模由于公司暂停土地出让而下滑15.81%, 但公司土地储备充足, 随着灌南县基础设施建设的不断推进, 土地价格上涨, 公司土地出让收益也将有所提高, 对公司债务偿还形成一定保障。

表14 2009-2011 年公司主要偿债能力指标

偿债能力	2011 年	2010 年	2009 年
资产负债率	17.39%	20.19%	16.99%
流动比率	8.14	5.89	6.33
速动比率	2.80	1.79	0.97
EBITDA 利息保障倍数	5.90	11.24	17.91

资料来源: 公司审计报告

总之, 目前公司负债水平不高, 短期债务压力不大, 但未来随着公司建设项目规模的不断增加, 债务规模有可能会进一步增大。

七、债券偿还保障分析

土地使用权抵押的增信措施保障了本期债券本息的偿还, 有效提升了本期债券的信用

水平

为保障本期债券债权人的利益，公司为本期债券提供的抵押资产为 4 宗国有土地使用权，地址分布于长茂、田楼、五队和堆沟港，土地用途为综合用地，使用期限为无限期，使用权类型为划拨。根据江苏苏信房地产评估咨询有限公司评估（（江苏）苏信（2012）（估）字第 01001 号、（江苏）苏信（2012）（估）字第 01002 号、（江苏）苏信（2012）（估）字第 01003 号和（江苏）苏信（2012）（估）字第 01004 号）（评估基准日：2012 年 1 月 7 日），评估土地总面积 27,279,985 平方米，评估总价共计 22.92 亿元，为本期债券发行总额的 2.29 倍。

表 15 抵押土地使用权明细

土地证号	坐落位置	面积（㎡）	评估总价（亿元）
灌国用（2012）第 695 号	长茂、田楼	2,225,055.00	1.87
灌国用（2012）第 696 号	五队	3,376,695.00	2.84
灌国用（2012）第 697 号	长茂、田楼、五队	8,305,501.00	6.98
灌国用（2012）第 02-698 号	田楼、五队、堆沟港镇	13,372,734.00	11.23
合计	-	27,279,985.00	22.92

资料来源：江苏苏信房地产评估咨询有限公司评估报告（（江苏）苏信（2012）（估）字第 01001 号、（江苏）苏信（2012）（估）字第 01002 号、（江苏）苏信（2012）（估）字第 01003 号和（江苏）苏信（2012）（估）字第 01004 号）

根据与江苏银行股份有限公司连云港分行签订的抵押协议，公司抵押资产的追加、抵押资产的释放、抵押资产的置换和抵押资产的重新评估等具体情况如下所述：

（一）抵押资产的追加

在本期债券存续期内，抵押资产监管人根据抵押资产监管协议第七条约定计算的抵押比率（即各项抵押资产的评估值之和除以未偿还本金）低于 1.8 时，应在三个工作日内向公司提交追加抵押资产的通知。追加的抵押资产应按照抵押资产监管协议有关初始抵押的规定进行价值评估、抵押登记。公司为追加的抵押资产办理抵押登记，应当邀请抵押资产监管人授权经办人员参加。如追加的抵押资产不是不动产，抵押资产监管人对追加的抵押资产的监管方式由双方另行协商，并经过债权持有人会议同意。

（二）抵押资产的释放

在本期债券存续期间，在抵押率不低于担保监管协议约定或公司另行提供担保的前提下，公司可以向抵押资产监管人申请解除部分或全部抵押资产的抵押，抵押资产监管人应当同意，并在接到申请后 10 个工作日内办理资产注销抵押登记手续。抵押登记注销后，抵押资产监管人不再承担该等已释放抵押资产的代理监管责任及相关凭证的保管职责。

（三）抵押资产的置换

公司可根据需要对抵押资产进行置换,但必须保证拟用于置换的资产为公司拥有合法所有权的国有出让土地使用权,并保证不低于抵押资产监管人约定的抵押率。拟用于置换的资产应经具备相应资质的资产评估机构进行评估并出具资产评估报告。公司对抵押资产进行置换的决定应以书面形式通知抵押资产监管人。抵押资产监管人在收到公司的书面通知后,并核实满足上述条件的,应在10个工作日内协助公司完成抵押资产置换的其他相关手续。

（四）抵押资产的重新评估

在本期债券存续期间,在发生下列情形时抵押资产监管人应及时要求公司对抵押资产的价值进行重新评估:

- 1、抵押资产已经发生重大毁损;
- 2、抵押资产市场行情发生显著贬值;
- 3、其他可能导致抵押资产价值发生显著贬值的情形。

抵押资产监管人因为上述原因要求对抵押资产价值进行重新评估的,应当向公司发出书面通知。

综上所述,本期债券偿债保障措施有力,土地使用权抵押担保的增信方案有效提升了本期债券的信用水平,债券本息偿还有保障。

根据《担保法》,拍卖划拨的国有土地使用权所得的价款,在依法缴纳相当于应缴纳的土地使用权出让金的款额后,抵押权人有优先受偿权;根据《中华人民共和国城市房地产管理法》(2007年修正),设定房地产抵押权的土地使用权是以划拨方式取得的,依法拍卖该房地产后,应当从拍卖所得的价款中缴纳相当于应缴纳的土地使用权出让金的款额后,抵押权人方可优先受偿。另外,根据原国家土地管理局1992年第1号令《划拨土地使用权暂行管理办法》,划拨土地使用权出让金,区别土地使用权转让、出租、抵押等不同方式,按标定地价的一定比例收取,最低不得低于标定地价的40%。标定地价由所在地市、县人民政府土地管理部门根据基准地价,按土地使用权转让、出租、抵押期限和地块条件核定。

八、或有事项分析

截至2012年1月9日,公司与其他单位提供保证担保9,350万元,抵押担保8,620万元,对外担保共计17,970万元,占2011年末公司所有者权益的3.60%。

表 16 截至 2012 年 1 月 9 日公司为其他单位提供保证担保情况 (单位:万元)

担保对象	担保期限	担保种类	保证合同金额	本担保人保证担保金额
灌南县三口粮食储备库	2010.01.10-2011.01.09	保证抵押	1,000	1,000
江苏省灌南中等专业学校	2010.12.28-2012.12.26	保证抵押	3,000	3,000
连云港市连沪航运有限公司	2011.9.06-2012.-05	保证抵押	300	300
灌南县交通建安工程处	2011.9.06-2012.9.05	保证抵押	500	500
江苏新康顺交通工程有限公司	2011.9.14-2012.9.13	保证抵押	500	500
灌南县三创交通投资有限公司	2011.10.14-2012.10.13	保证抵押	1,350	1,350
江苏紫鑫铜业有限公司	2011.10.21-2012.10.20	保证抵押	500	500
灌南海胜铜业科技有限公司	2011.10.21-2012.10.20	保证抵押	500	500
灌南县倚胜金属制品有限公司	2011.10.25-2012.10.20	保证抵押	500	500
连云港根博铜业有限公司	2011.10.25-2012.10.24	保证抵押	200	200
连云港奥泰铜业有限公司	2011.10.26-2012.10.20	保证抵押	500	500
灌南县利泰金属材料有限公司	2011.11.02-2012.11.01	保证抵押	500	500
-	-	抵押担保	5,000	5,000
灌南县自来水公司	2010.12.28-2011.12.26	抵押担保	2,000	2,000
灌南县三创交通投资有限公司	2011.12.29-2012.12.28	抵押担保	1,620	1,620

注：公司缺失编号为 07201DY20100330 的抵押担保合同，保证合同金额 5,000 万元，因此无法提供该笔担保业务的明细情况。

资料来源：公司提供

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2011 年 12 月 31 日	2010 年 12 月 31 日	2009 年 12 月 31 日
货币资金	17,749.04	10,840.94	3,759.35
应收账款	66,183.00	66,340.02	31,445.87
预付款项	13,744.48	7,603.55	524.12
其他应收款	72,929.92	43,884.82	18,830.14
存货	326,071.21	295,802.05	302,005.26
流动资产合计	496,677.66	424,471.37	356,564.75
长期股权投资	10,956.14	8,264.51	5,738.25
投资性房地产	17,243.72	17,853.94	-
固定资产	6,251.38	7,224.92	23,839.88
在建工程	7,947.83	2,833.41	117.49
无形资产	65,205.02	60,775.43	71,919.65
非流动资产合计	107,604.10	96,952.21	101,615.26
资产合计	604,281.76	521,423.58	458,180.00
短期借款	4,687.00	10,582.00	3,500.00
应付账款	1,698.66	7,986.42	60.00
预收款项	3,322.64	21,190.64	31,097.36
应付职工薪酬	238.60	146.28	-
应交税费	5,308.03	7,536.81	4,073.22
其他应付款	39,767.01	16,613.67	13,346.69
一年内到期的非流动负债	4,800.00	6,900.00	3,500.00
其他流动负债	1,207.31	1,070.51	745.32
流动负债合计	61,029.25	72,026.33	56,322.59
长期借款	37,800.00	29,400.00	21,500.00
专项应付款	6,280.73	3,867.96	0.00
非流动负债合计	44,080.73	33,267.96	21,500.00
负债合计	105,109.99	105,294.29	77,822.59
实收资本	36,000.00	30,000.00	30,000.00
资本公积	417,394.48	353,547.19	335,495.40
盈余公积	4,460.75	3,188.22	1,529.53
未分配利润	41,308.83	29,386.24	12,915.79
归属于母公司所有者权益合计	499,164.05	416,121.64	379,940.72
少数股东权益	7.72	7.65	416.69
所有者权益合计	499,171.77	416,129.29	380,357.41
负债及所有者权益合计	604,281.76	521,423.58	458,180.00

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2011 年度	2010 年度	2009 年度
一、营业收入	45,516.18	59,955.02	49,570.73
减：营业成本	43,077.90	53,173.00	43,820.96
营业税金及附加	424.27	1,769.32	2,008.75
销售费用	226.76	421.90	217.71
管理费用	6,351.86	4,306.14	3,099.73
财务费用	1,841.70	421.06	34.86
资产减值损失	350.00	-	1,750.00
加：投资收益（损失以“-”号填列）	68.58	158.55	954.93
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	-6,687.72	22.15	-406.36
加：营业外收入	20,065.13	18,278.44	15,934.77
其中：补贴收入	18,548.49	18,166.40	15,376.88
减：营业外支出	55.80	14.10	0.00
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	13,321.61	18,286.49	15,528.41
减：所得税费用	126.43	157.31	358.79
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	13,195.19	18,129.17	15,169.62
归属于母公司所有者的净利润	13,195.12	18,129.13	15,162.42
少数股东损益	0.07	0.04	7.20
五、其他综合收益	487.29	0.00	609.96
归属于母公司所有者的其他综合收益	487.29	0.00	609.96
六、综合收益总额	13,682.48	18,129.17	15,779.58
归属于母公司所有者的综合收益总额	13,682.41	18,129.13	15,772.38
归属于少数股东的综合收益总额	0.07	0.04	7.20

附录三-1 现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2011 年度	2010 年度	2009 年度
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	27,067.10	45,857.03	91,854.46
收到的税费返还	-	-	1,500.00
收到其他与经营活动有关的现金	22,610.12	21,126.31	15,960.41
经营活动现金流入小计	49,677.22	66,983.34	109,314.87
购买商品、接受劳务支付的现金	15,902.78	45,281.98	116,248.17
支付给职工以及为职工支付的现金	655.04	417.49	38.52
支付的各项税费	4,456.05	79.53	6.69
支付其他与经营活动有关的现金	6,317.57	10,555.53	13,805.29
经营活动现金流出小计	27,331.43	56,334.53	130,098.67
经营活动产生的现金流量净额	22,345.79	10,648.81	-20,783.80
二、投资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	-	32.29	279.29
投资活动现金流入小计	-	32.29	279.29
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3,759.57	5,201.35	1,229.07
投资支付的现金	500.00	2,000.00	2,350.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-736.03	-
支付其他与投资活动有关的现金	14,505.50	17,001.86	-
投资活动现金流出小计	18,765.06	23,467.18	3,579.07
投资活动产生的现金流量净额	-18,765.06	-23,434.89	-3,299.78
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	6,000.00	800.00	6,400.00
取得借款收到的现金	25,750.00	24,000.00	24,500.00
收到其他与筹资活动有关的现金	396.73	3,226.16	1,090.95
筹资活动现金流入小计	32,146.73	28,026.16	31,990.95
偿还债务支付的现金	25,345.00	5,708.00	4,000.00
分配股利、利润和偿付利息支付的现金	3,399.56	2,450.04	1,265.75
支付其他与筹资活动有关的现金	74.79	0.45	0.37
筹资活动现金流出小计	28,819.36	8,158.49	5,266.11
筹资活动产生的现金流量净额	3,327.37	19,867.67	26,724.84
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	6,908.10	7,081.59	2,641.26
加：期初现金及现金等价物余额	10,840.94	3,759.35	1,118.10
六、期末现金及现金等价物余额	17,749.04	10,840.94	3,759.35

附录三-2 现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2011 年度	2010 年度	2009 年度
一、净利润	13,195.19	18,129.17	15,169.62
加：资产减值准备	350.00	0.00	1,750.00
固定资产折旧	946.51	979.79	797.64
无形资产摊销	1,548.55	1,418.79	1,402.17
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	3.23
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-1,507.06	0.00	0.00
财务费用	2,423.12	434.89	46.37
投资损失	-68.58	-158.55	-954.93
存货的减少	38,067.36	8,419.81	-54,555.22
经营性应收项目的减少	-45,548.49	-17,147.84	-25,214.11
经营性应付项目的增加	11,797.67	1,113.31	38,717.63
其他	1,141.51	-2,540.57	2,053.79
经营活动产生的现金流量净额	22,345.79	10,648.81	-20,783.80
二、不涉及现金收支的投资和筹资活动：	0.00	0.00	0.00
三、现金及现金等价物净增加情况：	0.00	0.00	0.00
现金的期末余额	17,749.04	10,840.94	3,759.35
减：现金的期初余额	10,840.94	3,759.35	1,118.10
现金及现金等价物净增加额	6,908.10	7,081.59	2,641.26

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$\text{管理费用} / \text{营业收入净额} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入净额} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入净额} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率（次）	$\text{营业收入} / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2)$
	固定资产周转率（次）	$\text{营业收入} / ((\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2)$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / ((\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2)$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2]$
	净营业周期（天）	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	非经营损益	$\text{处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失} + \text{固定资产报废损失} + \text{公允价值变动损失} + \text{财务费用} + \text{投资损失} + \text{递延所得税资产的减少} + \text{递延所得税负债的增加}$
	非付现费用	$\text{资产减值准备} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$

附录五 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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受评对象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。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，本评级机构将依据受评对象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，并决定是否调整受评对象信用等级。

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受评对象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公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。