

淮安清河新区投资发展有限公司

2013年7亿元公司债券
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。

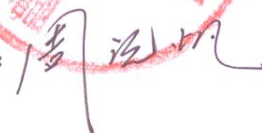
本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

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：



淮安清河新区投资发展有限公司

2013 年 7 亿元公司债券信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA

评级展望：稳定

债券期限：7 年

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：7 亿元

评级日期：2012 年 07 月 03 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对淮安清河新区投资发展有限公司（以下简称“清河投资”或“公司”）本次拟发行总额7亿元公司债券（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。该等级是鹏元基于清河投资的运营环境、经营状况、财务实力以及政府支持力度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）	952,836.92	673,069.31	464,767.94
所有者权益合计（万元）	612,243.58	494,283.68	290,669.64
资产负债率	35.75%	26.56%	37.33%
流动比率	3.48	5.52	3.98
主营业务收入（万元）	48,941.88	43,409.94	57,934.59
利润总额（万元）	12,822.04	12,156.30	19,252.27
净利润（万元）	10,610.83	10,575.48	17,238.91
总资产回报率	1.61%	2.14%	-
EBITDA（万元）	13,354.25	13,827.04	20,994.20
EBITDA 利息保障倍数	2.27	2.71	6.12
经营活动现金流净额（万元）	24,792.62	-53,905.07	-57,062.68

资料来源：审计报告

基本观点：

- 淮安市清河区近年地方经济和财政收入增长较快，公司外部发展环境较好；
- 公司作为清河区基础设施建设主体，持续获得地方政府在资产注入、财政补贴等方面的大力支持；
- 公司承担了清河区基础设施及安置房项目的建设，收入来源较有保障。

关注：

- 公司在建拟建项目较多，资金支出规模较大，存在一定的资金压力。

分析师

姓名：郑广录 刘洪芳

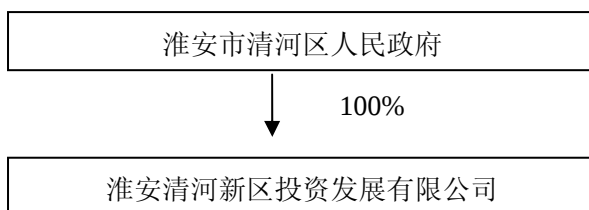
电话：010-66216006

邮箱：zhenggl@pyrating.cn

一、发行主体概况

淮安清河新区投资发展有限公司（以下简称“清河投资”或“公司”）系由淮安市清河区人民政府于 2006 年 1 月 24 日出资组建的国有独资公司，初始注册资本 2,000.00 万元。经过历次增资，截至 2011 年 12 月 31 日，公司注册资本为人民币 300,000.00 万元，淮安市清河区人民政府为公司的唯一股东，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

公司目前主要从事清河新区范围内的土地开发、城市基础设施建设、安置房项目的代建以及旅游资源的投资与开发等。截至 2011 年 12 月 31 日，纳入公司合并报表范围的公司共有 6 家（详见附录四）。

截至 2011 年 12 月 31 日，公司资产总额为 952,836.92 万元，所有者权益为 612,243.58 万元，资产负债率为 35.75%。2011 年度公司实现主营业务收入 48,941.88 万元，净利润 10,610.83 万元，经营活动现金流量净额为 24,792.62 万元。

二、本期债券概况

债券名称：2013 年淮安清河新区投资发展有限公司公司债券；

发行总额：人民币 7 亿元；

债券期限和利率：本期债券为 7 年期固定利率债券。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，分次还本。在债券存续期的第 3 年至第 7 年，每年末按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金人民币 7 亿元，用途如下表所示：

表 1 本期债券募集资金用途（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金金额	项目批文
清河区清泓花苑安置房项目	36,457	21,000	淮发改投资复【2010】27 号
清河区清泓花苑二期安置房项目	37,946	22,000	淮发改投资复【2010】235 号
清河区清泓花苑三期安置房项目	48,221	27,000	淮发改投资复【2010】236 号
合计	122,624	70,000	-

资料来源：公司提供

（一）清河区清泓花苑安置房项目

该项目建设地址位于清河新区珠海路北侧、南京路西侧、福州路东侧地块，项目占地 88,851.10 平方米。该项目总建筑面积 131,538.70 平方米，其中住宅面积 109,569.30 平方米（包括经济适用房和限价商品房不少于 300 套计 21,660 平方米，棚户区改造安置用房 65,131.30 平方米）。该项目总投资约 36,457 万元，拟使用本期债券募集资金投入金额为 21,000 万元。

该项目已取得江苏省淮安市发展和改革委员会淮发改投资复【2010】27 号《关于清河区清泓花苑安置房项目可行性研究报告的批复》批复。

（二）清河区清泓花苑二期安置房项目

该项目建设地址位于清河新区珠海路南侧、福州路东侧地块，项目占地 65,275.86 平方米。该项目总建筑面积 127,803.99 平方米，其中住宅面积 99,146.25 平方米（包括经济适用房和限价商品房不少于 252 套计 18,641.00 平方米，棚户区改造安置用房 54,030.92 平方米）。该项目总投资为 37,946 万元，拟使用本期债券募集资金投入金额为 22,000 万元。

该项目已取得江苏省淮安市发展和改革委员会淮发改投资复【2010】235 号《清河区清泓花苑二期安置小区工程可行性研究报告的批复》批复。

（三）清河区清泓花苑三期安置房项目

该项目建设地址位于清河新区珠海路南侧、福州路西侧、合肥路东侧地块，项目占地 78,990.37 平方米。该项目总建筑面积 155,565.61 平方米，其中住宅面积 124,970.75 平方米（包括经济适用房和限价商品房不少于 162 套计 11,945.00 平方米，棚户区改造安置用房 72,429.66 平方米）。该项目总投资为 48,221 万元，拟使用本期债券募集资金投入金额为 27,000 万元。

该项目已取得江苏省淮安市发展和改革委员会淮发改投资复【2010】236 号《清河区清

泓花苑三期安置小区工程可行性研究报告的批复》批复。

四、区域经济

淮安市及清河区近年经济发展较快，经济实力不断增强

淮安市位于江淮平原东部，地跨淮河两岸，是江苏省北部中心城市，北接连云港市，东毗盐城市，南连扬州市和安徽省滁州市，西邻宿迁市。淮安市现辖清河、清浦、淮阴、淮安四区和涟水、洪泽、盱眙、金湖四县，地域面积 1.01 万平方公里，截至 2010 年底全市常住人口约 480 万人。近年淮安市经济发展迅速，地区生产总值从 2006 年的 651.06 亿元增长到 2011 年的 1,690.00 亿元，年复合增长 21.02%。全年财政总收入从 2006 年的 92.90 亿元，增长到 2011 年的 407.82 亿元，年复合增长 34.43%。2011 年全社会固定资产投资 2,000 亿元，增长 34.6%；社会消费品零售总额 548 亿元，增长 18%。2011 年三次产业增加值分别达到 223 亿元、790 亿元和 655 亿元，分别增长 4.3%、14.5%和 14.5%，第二、三产业占比提高到 86.6%。工业形势持续好转，全年完成工业投资 1,000 亿元、增长 32%。特钢、IT 等五大主导产业实现产值 1,600 亿元，荣获“中国新盐都”称号；新能源、新材料等新兴产业发展迅速，实现产值 370 亿元，增长 48.5%。

清河区是淮安市的中心城区、市委市政府所在地，东与楚州区接壤，西与清浦区、淮阴区交会，南与清浦区毗连，北隔古黄河与淮阴区相望，总面积 39.6 平方公里（不含市经济开发区），常住人口 30 万（不含经济开发区）。清河区现辖 7 个街道（办事处）33 个社区和 10 个行政村（场）。

清河区近年来以加快发展为主线，着力打造功能核心区，推进“一城两区两带”建设，大力提升城市基础设施和服务水平，综合实力不断提高。2011 年清河区实现生产总值 85.26 亿元，同比增长 27.9%，其中第二产业完成增加值 17.97 亿元，同比增长 15.4%；第三产业完成增加值 67.29 亿元，同比增长 31.8%。在经济总量不断增加的同时，清河区产业结构不断优化，形成了以第三产业为主的经济体系，2011 年清河区三次产业在地区生产总值的比重由 2010 年的 0：23.4：76.6 转变为 0：21.1：78.9，第二产业下降 2.3 个百分点，第三产业上升 2.3 个百分点，经济结构进一步优化。

2011 年全区销售额 2,000 万元以上规模工业企业，实现工业总产值 46.14 亿元，比上年增长 51.27%，其中食品加工业产值 15.86 亿元，纺织服装业产值 6.27 亿元，医药化工业产值 11.99 亿元，金属及设备制造业产值 5.73 亿元，机电及机械制造业产值 5.36 亿元，其他

行业产值 0.93 亿元。旺旺食品、百隆色纺、正大清江药业等骨干企业运营良好。

表 2 2009-2011 年清河区主要经济指标

项目	2011年	2010年	2009年
地区生产总值（亿元）	85.26	66.65	53.63
规模以上工业增加值（亿元）	46.14	38.71	26.25
全社会固定资产投资（亿元）	204.6	150.5	115
社会消费品零售总额（亿元）	83.47	68.07	60.27
进出口总额（万美元）	23,600	21,311	-

资料来源：清河区国民经济和社会发展统计公报

五、财政实力

近年清河区财政收入增长较快，整体财政实力不断增强

随着清河区经济的快速发展，近年来清河区财政收入保持稳定、较快增长。2009-2011 年，清河区财政收入和一般预算收入逐年增长，其中，地区综合财力年复合增长 31.91%，一般预算收入年复合增长 55.74%。

从财政收入构成来看，地方一般预算收入、上级补助收入和政府性基金收入成为收入的主要来源。2011 年一般预算收入和政府性基金收入占财政总收入的比重分别为 43.40%和 47.40%。上级补助收入近年增长较快，2011 年实现上级补助收入 21,092 万元，较 2009 年增长 154.06%。

一般预算收入中，税收收入占比较高，2009-2011 年，税收收入占一般预算收入的比重分别为 80.17%、72.40%、71.45%，税收收入成为一般预算收入的稳定来源。

政府性基金收入主要为国有土地使用权出让收入，随着城市化进程的不断推进，位于淮安市中心地区的清河区，土地升值较快，房地产市场发展迅速，近年国有土地使用权出让收入快速增加，2009-2011 年清河区累计实现国有土地使用权出让收入 552,313 万元，在一定程度上增强了清河区的财政调节能力。但考虑到土地市场的不确定性，清河区国有土地使用权出让收入未来存在一定的波动。

总体来看，清河区地方综合财力近年来快速增长，整体财政实力不断增强。

表 3 2009-2011 年淮安市清河区地方财力情况（单位：万元）

项目	2011 年	2010 年	2009 年
一、地方一般预算收入	220,313	152,456	90,835
其中：税收收入	157,411	110,376	72,820

非税收入	62,902	42,080	18,015
二、上级补助收入	21,092	12,217	8,302
其中：一般性转移支付收入	1,885	1,313	-3,460
专项转移支付收入	16,211	8,070	9,048
税收返还收入	2,996	2,834	2,714
三、政府性基金收入	240,639	210,000	185,818
国有土地使用权出让金	209,211	192,000	151,102
四、预算外财政专户收入	25,600	13,000	6,775
地方综合财力(一 + 二 + 三 + 四)	507,644	387,673	291,730
税收收入/一般预算收入	71.45%	72.40%	80.17%

资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司是清河区政府出资组建的城市基础设施建设主体，主要负责清河新区的土地开发、城市基础设施、清河区的安置房的代建、旅游资源开发投资。公司的收入来源包括安置房销售收入、代建项目收入、酒店餐饮收入和房屋销售收入，其中安置房销售收入和代建项目收入是公司收入的主要来源。

表 4 2009-2011 年公司主营业务收入及毛利率构成情况（单位：万元）

主营业务	2011 年		2010 年		2009 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
安置房销售收入	47,066.46	24.73%	7,300.00	0.00%	15,785.04	31.41%
代建项目收入	0.00	0.00%	32,399.00	34.81%	41,087.41	13.04%
酒店餐饮收入	1,875.43	52.23%	2,297.20	41.88%	763.16	58.54%
房屋销售收入	0.00	0.00%	1,413.73	61.48%	298.98	27.15%
合计	48,941.88	25.78%	43,409.94	30.20%	57,934.59	18.72%

资料来源：公司审计报告

公司为清河区基础设施建设主体，建设项目由政府回购，收入来源较有保障，但存在一定的资金压力

公司负责清河新区一期道路、二期道路等基础设施涉及的交通、绿化、水电气、电信、电线迁移等附属设施的建设，建设完工后由清河区政府负责回购。回购款项包括上述项目实际建设产生的实际成本和一定的利润。近年来公司主要承建了杭州路、福州路、河畔路、古河口大街、白鹭湖大街、旺旺大道等二十多条道路及配套设施的建设，项目已投资合计 6.22 亿元，实现代建收入 7.35 亿元。由于 2011 年没有代建项目完工实现回购，2011 年公司没有

代建项目收入。

公司承担了清河新区安置房项目的建设任务，完工后由清河区政府进行回购，回购资产包括规划范围内的土地及地上的住宅楼、大门、围墙、道路、绿化及配电、自来水等附属设施。公司先后承建了安置房一期、安置房二期、安置房三期、安置房四期等安置房项目，2009-2011年合计实现安置房销售收入70,151.50万元。根据清河新区发展规划，公司未来还要进行安置房五期、清泓花苑安置房项目、清泓花苑二期安置房项目、清泓花苑三期安置房项目等项目的代建工作，预计总投资约146,024.00万元，截至2011年末，已投资27,557.50万元，尚需投资118,466.50万元。

公司还从事古淮河文化生态景区的投资与开发。清河新区作为古淮河文化生态景区的所在地，区内旅游资源众多，为了做足“三湖一河”生态文章，公司先后修建了古淮河文化广场、白鹭湖山庄、清河生态园、淮扬菜文化博物馆、长荣大剧院、西游记博览馆等休闲娱乐项目。截至2011年末，公司在建项目主要包括道路基础设施、净潭广场、清淮农家乐、七星生态商务岛、园区基础设施大同路、古淮河整治二期、奥特莱斯、生态园等项目，截至2011年12月31日上述项目已累计投资113,715.96万元，尚需投资25,184.04万元。

表 5 截至 2011 年 12 月 31 日公司在建拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已完成投资	开工日期	预计完工日期
安置房五期	23,400.00	14,977.50	2010.1	2012.6
清泓花苑安置房项目	36,457.00	3,170.00	2011.5	2013.12
清泓花苑二期安置房项目	37,946.00	3,520.00	2011.6	2014.1
清泓花苑三期安置房项目	48,221.00	5,890.00	2011.6	2014.6
道路基础设施	71,000.00	57,021.00	2008.1	2015.6
净潭广场	4,200.00	3,607.08	2010.11	2012.9
清淮农家乐	16,000.00	13,316.85	2009.3	2012.10
七星生态商务岛	13,000.00	11,003.14	2010.12	2013.12
园区基础设施大同路	3,000.00	1,591.69	2011.3	2012.8
古淮河整治二期	5,200.00	4,001.95	2011.1	2012.6
奥特莱斯	14,000.00	10,936.25	2010.7	2012.10
生态园	12,500.00	12,238.00	2010.1	2012.12
合计	284,924.34	141,273.46	-	-

资料来源：公司提供

此外，公司下属子公司淮安市白鹭湖酒店管理有限公司、淮安中国淮扬菜文化发展有限公司主要从事酒店、餐饮业务，随着酒店和餐饮业务规模的不断扩大，近年业务收入大幅增长，2009-2011年合计实现酒店餐饮收入4,935.79万元。公司下属子公司淮安市清河地产开

发有限公司从事房地产的投资、开发与销售业务，2009-2010年分别实现房屋销售收入298.98万元、1,413.73万元。

总体来看，未来几年公司在建拟建项目较多，存在一定的资金需求。

清河区政府对公司的支持力度较大，近年来通过资产注入、财政补贴等方式，提升了公司的资本实力和投融资能力

作为清河区基础设施建设主体，公司得到了政府的大力支持。为了增强公司的资本实力和投融资能力，根据河政发【2008】101号文件，清河区政府将清河流通资产管理有限公司、清河市政公司的部分资产划转给公司，资产评估价值合计为4.09亿元。2008年12月，淮安市清河区政府将持有的淮安市清河城市资产经营有限公司100%股权无偿划转给公司。

根据河政发【2006】157号文件，清河区政府将清河新区范围内土地出让收入先直接缴入财政专户，在扣除国家相关规费后，根据土地出让收入使用范围的规定，全额拨付给公司。土地出让收入以专项应付款的形式划入公司账户，用于土地开发、城市基础设施建设与安置房的代建、古淮河文化生态景区的投资与开发。项目建设完工后，形成公司固定资产的部分转为清河区财政局对公司的资本公积，政府回购的部分转为公司的回购收入。

为了增强公司经济实力，清河区财政局给予公司一定的财政补贴。根据《关于新区投资公司财政补助及租赁收入的通知》、河政发【2009】5号文件、河政复【2010】27号文件和《关于同意增加财政补助的批复》（河政复【2011】33号），2009-2011年公司共确认31,018.69万元的财政补贴收入。

总体来看，清河区政府对公司的支持力度较大，公司资本实力和投融资能力快速提高。

七、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利安达会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的2009-2011年的审计报告，公司财务报表按照旧会计准则编制。2009-2011年公司合并范围变化情况如下：

表6 2009-2011年公司合并范围变动情况

项 目		2011 年	2010 年	2009 年
合并子公司	增加	2 家	1 家	3 家
	减少	1 家	0 家	0 家

资料来源：公司提供

资产结构与质量

公司近年来资产规模大幅增长，资产以流动资产为主，但资产流动性一般

随着古淮河文化生态景区的开发建设，以及公司代建的城市基础设施与安置房项目规模的不断增加，公司近年来资产规模大幅增长，截至 2011 年 12 月 31 日，公司资产总额为 952,836.92 万元，较 2009 年末增长 105.01%。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，2011 年末，流动资产占资产总额的 57.09%，非流动资产占资产总额的 42.91%。

表7 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	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8,473.29	0.89%	20,943.88	3.11%	30,400.69	6.54%
应收账款	70,206.68	7.37%	32,339.14	4.80%	31,156.11	6.70%
其他应收款	82,440.62	8.65%	78,446.82	11.66%	31,418.97	6.76%
预付账款	44,749.19	4.70%	44,881.13	6.67%	34,423.09	7.41%
存货	338,093.30	35.48%	196,009.84	29.12%	155,232.17	33.40%
流动资产合计	543,963.07	57.09%	372,620.80	55.36%	282,631.04	60.81%
固定资产净额	325,533.52	34.16%	245,319.17	36.45%	149,451.14	32.16%
无形资产	55,108.16	5.78%	38,545.56	5.73%	13,364.71	2.88%
非流动资产合计	408,873.85	42.91%	300,448.51	44.64%	182,136.90	39.19%
资产总计	952,836.92	100.00%	673,069.31	100.00%	464,767.94	100.00%

资料来源：公司审计报告

流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、预付账款和存货构成。货币资金主要是现金和银行存款，随着公司投资规模的不断扩大，公司货币资金规模下降较快。应收账款主要应收淮安市清河区财政局的安置房回购款项，截至 2011 年末，公司应收清河区财政局款项占应收账款的 97.92%。

其他应收款主要是应收淮安市清河区财政局的代付企业扶持金（占比为 36.32%）、淮安市国土局暂借款（占比为 12.62%）、华尔街（江苏）商贸广场有限公司工程款（占比 8.38%）、江苏润天投资有限公司的暂借款（占比 5.98%）。

预付账款主要是公司预付给淮安开元国际大酒店、金坛市汤庄市政建筑安装工程有公、淮安富康房地产开发有限公司、清河市政总公司、淮安市东海房地产有限公司等单位的工程款。存货主要是开发成本，具体包括土地开发成本、安置房项目开发成本等。

固定资产和无形资产是公司主要的非流动资产。固定资产主要是房屋建筑物，近年随着古淮河文化生态景区的开发建设，公司固定资产规模大幅增加。无形资产主要是土地使用权，截至 2011 年 12 月 31 日，公司无形资产中的土地使用权已用于银行借款抵押和发行债券抵押。

总体来看，公司近年来资产规模大幅增长，资产以流动资产为主，但整体资产流动性一般。

盈利能力

代建项目收入与安置房销售收入是公司收入的主要来源，近年来补贴收入对公司盈利水平贡献较大

公司主营业务收入包括安置房销售收入、代建项目收入、酒店餐饮收入和房屋销售收入，其中安置房销售收入和代建项目收入是公司收入的主要来源，2009-2011 年，安置房销售收入和代建项目收入占主营业务收入的比例分别为 98.17%、91.45%和 96.17%。酒店餐饮收入和房屋销售收入成为公司主营业务收入的重要补充。公司在建项目规模较大，将来由政府回购，收入来源较有保障，随着代建项目的陆续完工，预计将实现较大规模的代建收入。

补贴收入近年来对公司盈利水平贡献较大，2009-2011 年公司收到的财政补贴收入占利润总额的比重分别为 78.10%、57.63%和 70.01%。

近年公司的主营业务毛利率水平存在一定的波动。2010 年公司的代建项目和房屋销售收入毛利率水平较高，提升了公司的主营业务毛利率水平。2011 年公司没有代建项目收入，影响了公司毛利率水平。

表8 2009-2011年公司主要盈利能力指标

项目	2011 年	2010 年	2009 年
主营业务收入（万元）	48,941.88	43,409.94	57,934.59
主营业务利润（万元）	8,586.94	10,282.70	7,552.94
补贴收入（万元）	8,977.17	7,006.04	15,035.48
利润总额（万元）	12,822.04	12,156.30	19,252.27
净利润（万元）	10,610.83	10,575.48	17,238.91
主营业务毛利率	25.78%	30.20%	18.72%
净资产收益率	1.92%	2.69%	-
总资产回报率	1.61%	2.14%	-

资料来源：公司审计报告

现金流

公司项目投资规模较大，资金需求较大，未来将面临一定的资金压力

公司经营活动现金流入主要来自主营业务收入、补贴收入以及收到的往来款项，经营活动现金流出主要为主营业务成本、开发成本以及支付的往来款项。2009 年和 2010 年由于公司项目开发支出规模较大，经营活动现金流表现为净流出；2011 年经营活动现金流量为净流入，主要系公司收到其他与经营活动有关的现金（主要是往来款和政府经营拨款）大幅增长所致。

公司投资活动现金流出主要是古淮河文化生态景区的建设支出以及获取土地的现金支出，随着公司募投项目及在建工程的持续投资，近年公司投资活动现金净流出额保持在较高水平。公司经营活动产生的现金不能满足投资活动现金支出，公司对筹资活动获取资金的依赖逐渐增大。

筹资活动现金流入主要来自收到的其他与筹资活动有关的现金以及取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要是偿还债务本息支付的现金。2009 年和 2010 年，收到的其他与筹资活动有关的现金是清河区财政局拨入的项目款项；2011 年收到其他与筹资活动有关的现金主要是公司成功发行市政项目债券募集资金。近年来，公司收到的其他与筹资活动有关的现金以及取得借款收到的现金大幅增加，使得筹资活动现金流净额规模较大。

公司在建及拟建项目较多，投资规模较大，截至 2011 年 12 月 31 日，尚需投资 143,650.88 万元，未来将面临一定的资金压力。

表 9 2009-2011 年公司现金流量表（单位：万元）

项 目	2011 年	2010 年	2009 年
经营活动现金流入小计	184,326.88	89,760.56	104,646.87
经营活动现金流出小计	159,534.26	143,665.63	161,709.56
经营活动产生的现金流量净额	24,792.62	-53,905.07	-57,062.68
投资活动现金流入小计	0.00	5,000.00	148.23
投资活动现金流出小计	102,610.36	83,609.80	70,953.65
投资活动产生的现金流量净额	-102,610.36	-78,609.80	-70,805.42
筹资活动现金流入小计	81,150.00	164,960.60	157,435.62
筹资活动现金流出小计	15,802.85	41,902.54	3,590.20
筹资活动产生的现金流量净额	65,347.15	123,058.06	153,845.42
现金及现金等价物净增加额	-12,470.59	-9,456.82	25,977.33

资料来源：公司审计报告

资本结构和财务安全性

近年来公司负债规模大幅增加，债务压力逐步增大

受益于当地政府的增资和资产划拨，公司近年所有者权益增长较快，2009-2011年所有者权益年复合增长45.13%。近年来随着公司项目投资规模的不断增加，公司负债规模大幅增加，2009-2011年公司负债规模年复合增长40.12%。截至2011年12月31日，公司负债规模达到340,593.34万元。

表 10 2009-2011 年公司资本结构（单位：万元）

项目	2011 年	2010 年	2009 年
负债总额	340,593.34	178,785.63	173,481.04
其中：流动负债	156,146.77	67,533.24	70,933.54
非流动负债	184,446.57	111,252.38	102,547.49
所有者权益合计	612,243.58	494,283.68	290,669.64
产权比率	55.63%	36.17%	59.68%

资料来源：公司审计报告

公司负债主要由应付账款、其他应付款、一年内到期长期借款、长期借款、应付债券和专项应付款构成。随着工程项目的投资规模的不断增长，应付账款大幅增加。其他应付款主要是应付淮安市清河盐河生态科技城投资发展有限公司的建设拆迁征地费、清河新区管委会的园区建设费用、清河区人民教育基金管理委员会等单位的工程款、淮安旺旺食品有限公司等单位的搬迁费、江苏亿佳房地产开发有限公司等单位的旧城改造保证金、清河区财政局旧城改造补助等。一年内到期的长期负债主要是一年内到期的长期借款。

截至2011年12月31日，公司长期借款为59,350.00万元，较2010年同比下降36.05%。长期借款全部为抵押贷借和保证借款。应付债券是公司于2011年成功发行的7亿元市政项目建设债券。专项应付款是清河区财政局划拨的财政专项拨款。

总体来看，公司负债构成中应付账款和其他应付款虽然规模较大，但是还款时间存在一定的弹性，公司的负债压力主要体现在一年内到期的长期负债、长期借款和应付债券等有息负债。

表11 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	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	40,413.88	11.87%	6,590.02	3.69%	8,154.68	4.70%
其他应付款	77,018.74	22.61%	51,361.98	28.73%	46,540.23	26.83%
一年内到期长期负债	34,500.00	10.13%	0.00	0.00%	0.00	0.00%

流动负债合计	156,146.77	45.85%	67,533.24	37.77%	70,933.54	40.89%
长期借款	59,350.00	17.43%	92,800.00	51.91%	83,600.00	48.19%
应付债券	70,000.00	20.55%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
专项应付款	55,096.57	16.18%	18,452.38	10.32%	18,947.49	10.92%
长期负债合计	184,446.57	54.15%	111,252.38	62.23%	102,547.49	59.11%
负债合计	340,593.34	100.00%	178,785.63	100.00%	173,481.04	100.00%

资料来源：公司审计报告

从公司的各项偿债指标上看，近年公司资产负债率指标存在一定的波动。受益于2010年清河区政府对公司进行资产划拨和财政拨款增加资本公积，公司2010年资产负债率有所下降；公司于2011年成功发行7亿元市政项目债券，导致2011年资产负债率同比大幅提高。公司流动比率指标较好，由于2011年存货大幅增长，导致速动比率指标大幅下降；随着负债规模的大幅增加，公司EBITDA利息保障倍数下降明显。

表 12 2009-2011 年公司主要偿债能力指标

项目	2011 年	2010 年	2009 年
资产负债率	35.75%	26.56%	37.33%
流动比率	3.48	5.52	3.98
速动比率	1.32	2.62	1.80
EBITDA（万元）	13,354.25	13,827.04	20,994.20
EBITDA 利息保障倍数	2.27	2.71	6.12

资料来源：公司审计报告

总体来看，公司近年负债规模大幅增加，债务压力逐步增大，未来随着公司项目投资规模的不断增加，债务规模有可能会进一步增大。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2011 年	2010 年	2009 年
货币资金	8,473.29	20,943.88	30,400.69
应收账款	70,206.68	32,339.14	31,156.11
其他应收款	82,440.62	78,446.82	31,418.97
预付账款	44,749.19	44,881.13	34,423.09
存货	338,093.30	196,009.84	155,232.17
流动资产合计	543,963.07	372,620.80	282,631.04
长期股权投资	693.68	693.68	1,672.61
长期投资合计	693.68	693.68	1,672.61
固定资产原价	333,304.30	248,601.18	151,715.34
减：累计折旧	7,770.78	3,282.02	2,264.20
固定资产净值	325,533.52	245,319.17	149,451.14
固定资产净额	325,533.52	245,319.17	149,451.14
在建工程	27,538.49	15,890.11	17,648.44
固定资产合计	353,072.01	261,209.28	167,099.58
无形资产	55,108.16	38,545.56	13,364.71
无形资产及其他资产合计	55,108.16	38,545.56	13,364.71
资产总计	952,836.92	673,069.31	464,767.94
应付票据	0.00	5,000.00	12,000.00
应付账款	40,413.88	6,590.02	8,154.68
预收账款	2,147.91	1,917.27	840.28
应付工资	29.45	26.58	28.99
应付福利费	0.00	1.87	1.87
应交税金	2,050.10	2,609.96	3,306.94
其他应交款	-13.30	25.57	60.55
其他应付款	77,018.74	51,361.98	46,540.23
一年内到期长期负债	34,500.00	0.00	0.00
流动负债合计	156,146.77	67,533.24	70,933.54
长期借款	59,350.00	92,800.00	83,600.00
应付债券	70,000.00	0.00	0.00
专项应付款	55,096.57	18,452.38	18,947.49
长期负债合计	184,446.57	111,252.38	102,547.49
负债合计	340,593.34	178,785.63	173,481.04
少数股东权益	0.00	0.00	617.26
实收资本	300,000.00	100,000.00	100,000.00
资本公积	254,694.63	347,252.68	154,214.12
盈余公积	5,764.23	4,703.10	3,645.82

其中：法定公益金	5,764.23	4,703.10	3,645.82
未分配利润	51,784.73	42,327.90	32,809.70
所有者权益合计	612,243.58	494,283.68	290,669.64
负债及所有者权益总计	952,836.92	673,069.31	464,767.94

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2011 年	2010 年	2009 年
一、主营业务收入	48,941.88	43,409.94	57,934.59
减：主营业务成本	36,322.47	30,300.80	47,089.96
主营业务税金及附加	4,032.47	2,826.44	3,291.69
二、主营业务利润	8,586.94	10,282.70	7,552.94
加：其他业务利润	667.86	82.86	670.49
减：营业费用	503.80	464.54	253.13
管理费用	4,731.16	4,069.04	3,033.48
财务费用	144.31	230.20	714.79
三、营业利润	3,875.53	5,601.78	4,222.02
加：投资收益	2.47	-133.39	2.61
补贴收入	8,977.17	7,006.04	15,035.48
营业外收入	81.93	5.96	1.51
减：营业外支出	115.07	324.09	9.36
四、利润总额	12,822.04	12,156.30	19,252.27
减：所得税	2,211.21	1,580.82	2,214.96
少数股东收益	0.00	0.00	-201.60
五、净利润	10,610.83	10,575.48	17,238.91
加：年初未分配利润	42,327.90	32,809.70	17,294.95
其他转入	-92.88	0.00	0.00
六、可供分配的利润	52,845.85	43,385.18	34,533.86
减：提取法定盈余公积	1,061.13	1,057.28	1,724.16
七、可供投资者分配的利润	51,784.73	42,327.90	32,809.70
八、未分配利润	51,784.73	42,327.90	32,809.70

附录三-1 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2011 年	2010 年	2009 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	3,808.32	43,459.19	45,211.85
收到的其他与经营活动有关的现金	180,518.56	46,301.37	59,435.02
经营活动现金流入小计	184,326.88	89,760.56	104,646.87
购买商品、接受劳务支付的现金	147,190.98	78,612.62	128,125.59
支付给职工以及为职工支付的现金	311.32	597.17	328.66
支付的各项税费	6,886.17	6,092.48	2,306.66
支付的其他与经营活动有关的现金	5,145.79	58,363.37	30,948.64
经营活动现金流出小计	159,534.26	143,665.63	161,709.56
经营活动产生的现金流量净额	24,792.62	-53,905.07	-57,062.68
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	0.00	5,000.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	148.23
投资活动现金流入小计	0.00	5,000.00	148.23
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	102,517.48	79,609.80	69,953.65
投资支付的现金	0.00	4,000.00	1,000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	92.88	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	102,610.36	83,609.80	70,953.65
投资活动产生的现金流量净额	-102,610.36	-78,609.80	-70,805.42
三、筹资活动产生的现金流量：			
借款所收到的现金	11,150.00	46,000.00	82,500.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	70,000.00	118,960.60	74,935.62
筹资活动现金流入小计	81,150.00	164,960.60	157,435.62
偿还债务所支付的现金	10,100.00	36,800.00	3,000.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	5,702.85	5,102.54	590.20
筹资活动现金流出小计	15,802.85	41,902.54	3,590.20
筹资活动产生的现金流量净额	65,347.15	123,058.06	153,845.42
四、汇率变动对现金的影响额			
五、现金及现金等价物净增加额	-12,470.59	-9,456.82	25,977.33

附录三-2 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2011 年	2010 年	2009 年
一、将净利润调节为经营活动的现金流量：			
净利润	10,610.83	10,575.48	17,238.91
加：少数股东损益	0.00	0.00	-201.60
加：计提的资产减值准备	922.37	216.89	14.15
固定资产折旧	245.66	1,021.31	923.23
无形资产摊销	16.68	649.42	228.50
处理固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（减：收益）	0.00	35.56	0.00
财务费用	0.00	1,568.94	590.20
投资损失（减：收益）	-2.47	133.39	2.61
存货的减少（减：增加）	-142,083.46	-31,062.70	-113,085.11
经营性应收项目的减少（减：增加）	-41,729.40	-38,974.69	-16,232.60
经营性应付项目的增加（减：减少）	176,812.41	1,931.32	53,464.24
经营活动产生的现金流量净额	4,792.62	-53,905.07	-57,062.68
二、不涉及现金收支的投资和筹资活动：			
三、现金及现金等价物净增加情况：			
现金的期末余额	8,473.29	20,943.88	30,400.69
减：现金的期初余额	20,943.88	30,400.69	4,423.37
现金及现金等价物净增加额	-12,470.59	-9,456.82	25,977.33

附录四 截至2011年12月31日纳入合并报表范围的子公司情况(单位:万元)

公司名称	业务范围	注册资本	持股比例
淮安市清河城市资产经营有限公司	政府授权的土地及其他它有关资产的经营管理、转让、投资、市政公用设施建设;对授权拥有的资产冠名、包装、广告发布等无形资产进行有偿转让;投资咨询服务。	10,000.00	100.00%
淮安中国淮扬菜文化发展有限公司	淮扬菜文化研究、推广	1,000.00	100.00%
淮安市白鹭湖酒店管理有限公司	酒店管理	500.00	100.00%
淮安市清河地产开发有限公司	房地产投资、开发、销售。	10,000.00	100.00%
淮安奥特莱斯购物中心有限公司	百货、针纺织品、家用电器、电子产品、玩具批发、零售;自营和代理各类商品及技术的进出口业务;商业运营管理,市场投资与资产管理;房屋及设施租赁;物业管理报务。	100.00	100.00%
江苏昌润淮安置业有限公司	房地产开发、销售	5,000.00	100.00%

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	主营业务利润率	$\text{主营业务利润} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	主营业务净利率	$\text{净利润} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{主营业务成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{主营业务收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款}) / 2] / (\text{主营业务收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{主营业务成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款}) / 2] / (\text{主营业务成本} / 360)$
	主营业务收入/营运资金	$\text{主营业务收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{主营业务收入} / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2)$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	固定资产成新率	$\text{固定资产净值} / \text{固定资产原值} \times 100\%$
	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
收现比	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{主营业务收入}$

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。