

江苏金灌投资发展集团有限公司

2013 年 10 亿元公司债券

2013 年跟踪信用评级报告



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

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

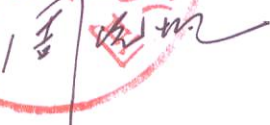
本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

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 号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>

江苏金灌投资发展集团有限公司

2013 年 10 亿元公司债券 2013 年跟踪信用评级报告

跟踪评级结果:

本期公司债券信用等级: AA+

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

增信方式: 土地使用权抵押

债券剩余期限: 67 个月

债券剩余规模: 10 亿元

评级日期: 2013 年 6 月 30 日

首次信用评级结果:

本期公司债券信用等级: AA+

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

增信方式: 土地使用权抵押

债券剩余期限: 72 个月

债券剩余规模: 10 亿元

评级日期: 2013 年 1 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”)及其2013年1月发行的10亿元公司债券(以下简称“本期债券”)2013年跟踪评级结果为:本期公司债券信用等级维持为AA+,发行主体长期信用等级维持为AA,评级展望维持为稳定。

主要财务指标:

项目	2012 年	2011 年	2010 年
总资产(万元)	920,811.80	604,281.76	521,423.58
归属于母公司所有者权益(万元)	778,480.59	499,164.05	416,121.64
资产负债率	15.46%	17.39%	20.19%
流动比率	10.34	8.14	5.89
营业收入(万元)	62,795.91	45,516.18	59,955.02
营业利润(万元)	-887.69	-6,687.72	22.15
补贴收入(万元)	24,621.55	18,548.49	18,166.40
利润总额(万元)	22,690.77	13,321.61	18,286.49
综合毛利率	14.01%	5.36%	11.31%
EBITDA(万元)	29,556.18	17,776.09	21,115.20
EBITDA 利息保障倍数	10.42	5.90	11.24
经营活动现金流净额(万元)	18,121.07	22,345.79	10,648.81

资料来源:公司审计报告

正面：

- 灌南县近年来经济发展情况较好，财政实力不断增强；
- 公司交通建设业务自 2012 年起按比例收取代建费，毛利率大幅提升，后续基础设施建设规模较大，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、财政补贴等方面获得了当地政府的大力支持，资本实力大幅提升；
- 公司以其拥有合法处置权的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，为债权人提供了进一步保障。

关注：

- 灌南县地方综合财力中政府性基金收入占比较大，对土地出让有一定依赖性；
- 公司土地开发收入易受未来土地交易市场波动影响；
- 公司在建和拟建项目资金需求量较大，存在资金压力；
- 公司土地存量较多，且大部分用于融资抵押，资产流动性欠佳；
- 公司其他应收款规模较大，一定程度上影响公司资金使用效率；
- 公司期间费用较大，主要业务盈利水平较弱；
- 公司盈利对政府补贴依赖较大；
- 公司有息债务规模较大，有一定偿付压力；
- 公司对外担保存在一定的或有负债风险。

分析师

姓名：杨毅嵘 刘书芸

电话：021-51035670

邮箱：yangyr@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2012]78号文件批准，公司于2013年1月28日公开发行10亿元公司债券，票面年利率为6.4%。

本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，在债券存续期第3年、第4年、第5年、第6年分次还本，每次偿还本金的25%。年度付息款项自付息日起不另计利息。计息期限为2013年1月28日至2019年1月27日，付息日为2014年至2019年每年的1月28日。截至2013年6月末，本期债券尚未兑付本息。

截至2013年6月末，本期债券募集资金已全部用于募投项目中，不存在募集资金用途变更情况。

表1 截至2013年6月末本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	计划		实施进度	
	总投资	拟使用募集资金额度	已投资	已使用募集资金
紫薇花园小区	30,000.00	18,000.00	28,000.00	18,000.00
铜灌世纪家园小区	45,000.00	22,000.00	41,700.00	22,000.00
新东佳苑小区	40,000.00	19,000.00	12,000.00	0.00
新港大道二期建设工程	51,000.00	19,200.00	51,000.00	19,200.00
新港大道三期建设工程	53,099.00	21,800.00	47,800.00	21,800.00
合计	219,099.00	100,000.00	180,500.00	81,000.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、股权结构及主营业务均未发生变更，公司合并报表范围减少子公司1家，为连云港金灌投资担保有限公司，原因为该公司2012年已停止运营。截至2012年末，公司纳入合并范围的子公司情况见表。

表2 截至2012年末纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	业务性质	注册资本（万元）	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	100%	一级
灌南县广播电视网络有限公司	广播电视传播	1,500	100%	二级

灌南县四通公路养护工程有限公司	公路养护工程	1,300	100%	二级
连云港灌河投资担保有限公司	贷款担保	10,000	100%	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	100%	一级
灌南县金灌置业有限公司	房地产开发	800	100%	一级
灌南县灌河旅游发展有限公司	旅游项目开发	1,000	100%	一级
灌南县扬帆港务有限公司	港口建设	2,000	99.62%	一级
灌南县三创交通投资有限公司	交通工程施工	5,000	100%	一级

资料来源：公司审计报告

截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额为 92.08 亿元，归属于母公司所有者权益为 77.85 亿元，资产负债率为 15.46%。2012 年度公司实现营业收入 6.28 亿元，净利润 2.21 亿元，经营活动净现金流入 1.81 亿元。

三、地方经济与财政实力

灌南县各产业发展迅速，各项经济指标持续快速增长

跟踪期内，灌南县各项经济指标取得了快速增长，地区生产总值由 182.33 亿元上升至 210.47 亿元，同比增长 12.60%，其中第二、第三产业增加值增长率明显高于第一产业；固定资产投资继续保持增长，2012 年全年实现固定资产投资 181.34 亿元。在经济快速发展的同时，灌南县还注重产业结构优化调整，三次产业结构由上年的 18.83：50.12：31.05 调整为 18.72：50.02：31.26。

表 3 2011-2012 年灌南县经济发展情况（单位：亿元）

主要指标	2012 年		2011 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	210.47	12.60%	182.33	14.00%
第一产业增加值	39.39	5.20%	34.33	3.80%
第二产业增加值	105.28	14.60%	91.38	17.60%
第三产业增加值	65.80	14.00%	56.62	15.30%
固定资产投资	181.34	1.00%	180.11	17.03%
社会消费品零售总额	54.01	15.30%	48.18	17.40%

资料来源：灌南县 2011-2012 年国民经济统计公报

江苏连云港市共下辖三区四县，分别为新浦区、连云区、海州区、赣榆县、东海县、灌云县和灌南县。经济规模方面，灌南县次于灌云县，经济增速则相对靠后，具体情况见下表。

表 4 2011-2012 年连云港市下属各区、县 GDP 及增长速度（单位：亿元）

各区、县	2012 年		2011 年	
	GDP	增长率	GDP	增长率
赣榆县	331.36	14.70%	283.07	14.50%
东海县	277.30	12.60%	245.67	14.50%
灌云县	220.29	12.80%	192.22	14.00%
灌南县	210.47	12.60%	182.33	14.00%
新浦区	108.00	13.50%	94.45	15.00%
连云区	80.00	16.20%	68.41	17.50%
海州区	-	-	51.85	14.00%

资料来源：连云港市下属各区、县 2011-2012 年国民经济统计公报

灌南县财政收入增长较快，整体财政实力不断增强，国有土地使用权出让收入未来可能受土地市场影响而存在一定波动

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。2012 年，灌南县一般预算收入增长 13.19%，2012 年度，灌南县实现地方一般预算收入 255,941.00 万元。从收入结构看，2012 年灌南县税收收入占地方一般预算收入比重为 79%。

2012 年，上级补助收入占地方综合财力比重分别为 25.59%。随着城市化进程的不断推进以及新农村建设的不断推进，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，2012 年，灌南县实现国有土地使用权出让金 320,176 万元，较上年增长 43.89%，一定程度增强了灌南县地方财政实力。从地方综合财力构成来看，政府性基金收入占比较大，地方财力对土地出让有一定依赖性，考虑到土地市场的不确定性，灌南县国有土地使用权出让收入未来可能存在一定波动。

2012 年灌南县一般预算支出 418,773 万元，较 2011 年增长 11.16%，占一般预算收入 163.62%，一般预算支出规模较大。

表 5 2011-2012 年灌南县财政收入情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
（一）一般预算收入	255,941	222,193
1、税收收入	203,029	156,191
2、非税收入	52,912	66,002
（二）上级补助收入	171,405	167,634

1、一般性转移支付收入	83,345	66,688
2、专项转移支付收入	75,437	88,136
3、返还性收入	12,623	12,810
(三) 政府性基金收入	329,704	223,180
国有土地使用权出让金	320,176	179,645
(四) 预算外财政专户收入	2,668	5,138
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	759,718	618,145
一般预算支出	418,773	376,717

资料来源：灌南县财政局

灌南县财政收入水平列连云港市第四位，一般预算收入水平和增速排名均较上年有所下降，但整体而言，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 6 2011-2012 年连云港市下属各区、县一般预算收入及增长速度（单位：亿元）

各区、县	2012 年		2011 年	
	一般 预算收入	同比增长	一般 预算收入	同比增长
赣榆县	29.21	22.70%	23.81	31.40%
东海县	27.46	16.85%	23.50	30.41%
灌云县	25.86	19.70%	21.61	32.00%
灌南县	25.59	15.20%	22.22	56.70%
新浦区	22.20	32.30%	16.26	35.40%
连云区	14.00	25.00%-	11.3	29.10%
海州区	-	-	5.92	29.20%

资料来源：2011-2012年连云港市各区、县统计公报

四、经营与竞争

跟踪期内，公司收入构成变化不大，收入主要来自交通工程建设，2012 年开始按比例收取代建费收入后，业务毛利率大幅增长，后续收入来源较有保障，公司土地一级开发业务受土地市场影响较大，业务收入不大

跟踪期内，公司收入构成变化不大，收入来源涉及交通运输工程建设、土地一级开发、租赁、广播电视传播、担保等方面，其中交通工程建设占比较大，2012年实现交通工程建设收入55,423.61万元，占主营业务收入比90.09%。

表 7 2011-2012 年公司营业收入构成情况（单位：万元）

	2012 年	2011 年
--	--------	--------

	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务：	61,519.16	12.94%	44,783.08	5.35%
交通工程建设	55,423.61	10.43%	41,941.82	1.19%
土地一级开发	3,338.11	13.04%	-	-
租赁	1,582.58	46.60%	1,552.55	54.52%
广播电视传播	932.06	82.13%	1,051.15	77.07%
金融担保业	242.79	100.00%	237.10	100.00%
房地产开发	-	-	0.45	7.69%
其他业务：	1,276.75	65.29%	733.09	6.08%
广告收入	693.89	36.13%	710.09	3.03%
其他	582.86	100.00%	23.00	100.00%
合计	62,795.91	14.01%	45,516.18	5.36%

资料来源：公司审计报告

公司是灌南县城市基础设施建设主体，灌南县人民政府将工程建设项目委托公司代建，根据公司和政府签订的代建协议，公司每年依据施工进度情况按照成本确认工程收入，2012年起，收入确认方式为成本加上一定的代建费，代建费一般为总成本的 10%-15% 左右。2012 年间公司主要建设的交通工程项目有新港大道三期工程、二郎神文化遗迹公园、进港航道工程、盐河四桥李大线工程和五龙口水环境治理项目等，实现交通工程建设收入 55,423.61 万元，较上年增长 24%。

表 8 2011-2012 年公司交通工程建设收入情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
新港城大道一期工程	-	150.00
新港城大道二期工程	-	35,503.34
四通公司公路养护工程	1,609.61	6,288.49
盐河四桥李大线工程	5,810.97	-
二郎神文化遗迹公园项目	7,406.30	-
新港城大道三期工程	26,625.00	-
城市水环境治理工程	7,360.00	-
五龙口水环境治理项目	6,220.35	-
广电网络工程	391.38	-
合计	55,423.61	41,941.82

资料来源：公司提供

公司土地一级开发业务运作模式为：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土地储备中心出让，

土地储备中心出让土地之后在收到土地出让款后次日将出让价款扣除相关税费后转入公司。

近两年来，受宏观政策和房地产行业影响，灌南县土地出让价格尚处于较低水平，2011-2012 年未能有土地实现出让，2012 年度有少量土地一级开发收入为当年灌南县土地增减挂钩工程的零星收入，全年合计 3,338.11 万元。公司土地一级开发业务规模受市场影响较大。为提升该业务的获利水平，跟踪期内，公司加大基础设施建设投入，以提升未来土地出让价格。目前公司待出让的土地资产较充足，截至 2012 年末，公司存量土地 78 宗，合计面积 3,608.12 万平方米，账面价值 729,072.45 万元，土地用途以商住用地为主，其中大部分用于融资抵押，目前尚存 450.82 万平方米未抵押的土地资产，账面价值约 186,651.62 万元。土地一级开发收入受土地市场影响较大，对公司业务稳定性和债务偿还能力将产生一定影响。

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。公司广电收入规模近两年基本稳定，至 2012 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运作，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，2011-2012 年实现担保收费 237.10 万元和 242.79 万元。从 2013 年起，公司将担保业务推向市场，扩张业务对象范围，加大力度参与市场化竞争，业务规模有所上升，预计全年收入规模将超过 500 万元，有益于公司未来营业收入规模的增长。

灌南县人民政府对公司的支持力度较大，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

根据灌财发 [2012]176、[2012]177、[2012]178 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，2012 年灌南县财政局给予公司 24,621.55 万元的补贴收入。此外，灌南县人民政府于 2012 年对公司无偿划拨土地账面价值 25.68 亿元，计入资本公积。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。总体来看，跟踪期内，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。

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，资金压力较大

截至 2012 年底，公司尚有新港大道三期、铜灌世纪家园、新东佳苑小区等在建项目和加油站、南环路二期、东环路、宁淮一级公路灌南段和硕项湖配套工程等拟建项目，在建项目总投资规模达 34.68 亿元，尚需投资 17.18 亿元，拟建项目总投资 22.01 亿元，上述项目投资计划于未来 3 年内完成近 40 亿元，资金压力较大。

表9 截至2012年末公司在建和拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	未来投资计划		
			2013 年	2014 年	2015 年
新港大道三期	5.31	4.78	0.53	-	-
铜灌世纪家园	4.5	4.17	0.33	-	-
新东佳苑小区	4	1.2	1.6	1.2	-
南环路一期	7.07	4.25	1.4	1.42	-
南环路二期	7.33	0.2	3.25	2.58	1.3
紫薇花园	3	2.8	0.2	-	-
迎宾大道改造	3.47	0.1	1.51	1.59	0.27
在建项目小计	34.68	17.50	8.82	6.79	1.57
加油站	0.6	-	0.6	-	-
土地增减挂钩	5.27	-	1.95	1.54	1.78
东环路	8.37	-	0.75	2.86	3.65
宁淮一级公路灌南段	3.52	-	1.27	2.35	-
硕项湖配套工程	4.25	-	2.39	1.86	-
拟建项目小计	22.01	-	6.96	8.61	5.43
合计	56.69	17.50	15.78	15.40	7.0

资料来源：公司提供

五、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 2011-2012 年审计报告。审计报告按照新会计准则编制。

财务分析

公司资产规模稳步增长，资产中土地占比较大，抵押比率较高；营业收入主要来自交通

工程建设业务，盈利对政府补贴依赖度较高。公司目前投资规模较大，存在一定的资金压力；当前负债水平不高，但有息债务占比较大，有一定的偿付压力

跟踪期内，随着政府资产的注入以及代建的城市基础设施项目进度的不断推进，公司资产规模稳步增长，至 2012 年底，公司资产总额为 920,811.80 万元，增长率 34.38%。公司资产以流动资产为主，流动资产占公司总资产比重为 85.59%。公司存货主要是土地一级开发成本，由于近两年公司对外出让土地较少，2012 年度政府又将评估价值为 25.68 亿元的土地划拨入公司，公司土地存量上升。截至 2012 年末，公司土地开发成本 642,145.53 万元，合计面积 3,440.11 万平米。公司流动资产主要以存量土地为主，且土地抵押比率较高，一定程度影响了资产流动性。公司其他应收款主要为与政府等单位的往来款，年末规模较大，一定程度上影响公司资金使用效率。公司应收账款中账龄全部在一年以内，主要为公司应收财政局的工程款，应收账款账龄较短，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，年末账面价值 86,926.92 万元，主要以行政事业单位、学校占用的公益性资产为主。

表10 2011-2012年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	788,107.16	85.59%	496,677.66	82.19%
应收账款	24,806.16	2.69%	66,183.00	10.95%
其他应收款	93,793.88	10.19%	72,929.92	12.07%
存货	645,955.88	70.15%	326,071.21	53.96%
非流动资产合计	132,704.64	14.41%	107,604.10	17.81%
长期股权投资	19,516.40	2.12%	10,956.14	1.81%
投资性房地产	16,481.34	1.79%	17,243.72	2.85%
无形资产	86,926.92	9.44%	65,205.02	10.79%
资产总计	920,811.80	100.00%	604,281.76	100.00%

资料来源：公司审计报告

公司营业收入主要为交通工程建设收入，2012 年交通工程建设收入规模上升较快，且当年公司开始收取交通工程建设代建费，交通工程建设收入毛利水平因此提升，带动全年营业收入和毛利率的上升。

公司期间费用水平较高，同时，2012 年度公司全资子公司连云港金灌投资担保有限公司停止运营，当年确认长期股权投资亏损 2,887 万元，公司当年营业利润仍为亏损状态，但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，2012 年公司获得补贴收入

2.46 亿元，公司收益对补贴收入的依赖度较高。

表11 2011-2012年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
营业收入	62,795.91	45,516.18
投资收益	-2,492.66	68.58
营业利润	-887.69	-6,687.72
补贴收入	24,621.55	18,548.49
净利润	22,102.72	13,195.19
综合毛利率	14.01%	5.36%
期间费用率	13.98%	18.50%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司经营现金流量表现较好。但“销售商品、提供劳务收到的现金”和“购买商品、接受劳务支付的现金”金额相当，公司经营活动现金流入主要来自于“收到的其他与经营活动有关的现金”，主要为收到的补贴收入。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 17.18 亿元，此外，公司未来三年拟建南环路、宁淮一级公路灌南段等项目，预计投资 22.01 亿元，因此，公司未来将有较大的资金需求，面临较大的资金压力。

2012 年，公司投资活动现金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 2012 年对外拆出资金 35,120.86 万元，主要为全资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。公司从事城市基础设施建设项目资金需求较大，通过借款获得的筹资现金流入，对公司的现金压力起了一定的缓解作用。

表12 2011-2012年公司现金流量表（单位：万元）

现金流情况	2012 年	2011 年
销售商品、提供劳务收到的现金	43,338.18	27,067.10
收到其他与经营活动有关的现金	27,652.25	22,610.12
经营活动现金流入小计	70,990.43	49,677.22
购买商品、接受劳务支付的现金	41,384.29	15,902.78
支付其他与经营活动有关的现金	7,005.91	6,317.57
经营活动现金流出小计	52,869.36	27,331.43
经营活动产生的现金流量净额	18,121.07	22,345.79
投资活动产生的现金流量净额	-42,993.25	-18,765.06
筹资活动产生的现金流量净额	23,845.15	3,327.37

五、现金及现金等价物净增加额	-1,027.03	6,908.10
-----------------------	------------------	-----------------

资料来源：公司审计报告

随着公司业务不断发展，公司负债规模有所增加，截至2012年底，公司负债规模达到142,323.82万元，较2011年增加26.15%，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。

公司其他应付款对象主要为乡镇财政所、连云港金海创业投资有限公司、苏中诚园艺绿化工程有限公司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30%。截至2012年底，公司长期借款总额为55,400.00万元，其中抵押借款和信用借款的比例分别为96.75%和3.25%。2012年末短期借款余额17,190.00万元，其中信用借款、抵押借款和保证借款分别为1,090.00万元、8,600.00万元和7,500.00万元。年末公司有息负债77,690.00万元，占负债比例为54.59%，规模和占比较大，有一定的债务偿付压力，公司未来建设压力较大，2013年公司拟发行15亿元公司债券，预计未来公司负债规模将进一步上升。

表13 2011-2012年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	76,221.02	53.55%	61,029.25	58.06%
短期借款	17,190.00	12.08%	4,687.00	4.46%
预收款项	4,092.58	2.88%	3,322.64	3.16%
应交税费	6,274.11	4.41%	5,308.03	5.05%
其他应付款	38,902.95	27.33%	39,767.01	37.83%
非流动负债合计	66,102.80	46.45%	44,080.73	41.94%
长期借款	55,400.00	38.93%	37,800.00	35.96%
负债总额	142,323.82	100.00%	105,109.99	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。公司流动比率较高，但流动资产中存货规模较大，速动比率低。公司每年利息支出较大，受益于政府对公司的财政补贴，公司EBITDA对利息保障程度较高。

表14 2011-2012年公司主要偿债能力指标

	2012 年	2011 年
资产负债率	15.46%	17.39%
流动比率	10.34	8.14
速动比率	1.86	2.80
EBITDA 利息保障倍数	10.42	5.90

资料来源：公司审计报告

六、其他事项

截至2012年末，公司与其他单位提供保证担保52,350万元，占2012年末公司所有者权益的6.72%，公司对外担保存在一定的或有负债风险。

表 15 截至 2012 年末公司与其他单位提供保证担保情况(单位：万元)

担保对象	合同总额	担保期限	贷款行
灌南县三口粮食储备库	1,000	2010 年 1 月 29 日至 2015 年 1 月 28 日	农业发展银行灌南县支行
江苏省灌南中等专业学校	2,850	2012 年 6 月 8 日至 2013 年 6 月 7 日	江苏银行灌南支行
连云港市连沪航运有限公司	300	2011 年 9 月 6 日至 2012 年 9 月 5 日	江苏银行灌南支行
灌南县交通建安工程处	500	2011 年 9 月 6 日至 2012 年 9 月 5 日	江苏银行灌南支行
江苏新康顺交通工程有限公司	500	2011 年 9 月 14 日至 2012 年 9 月 13 日	江苏银行灌南支行
江苏省灌南中等专业学校	3,000	2012 年 8 月 8 日-2013 年 8 月 7 日	江苏银行灌南支行
灌南县倚胜金属制品有限公司	500	2012 年 10 月 26 日至 2013 年 10 月 20 日	江苏银行灌南支行
连云港恒博铜业有限公司	500	2012 年 10 月 26 日至 2013 年 10 月 20 日	江苏银行灌南支行
连云港根博铜业有限公司	200	2012 年 10 月 25 日至 2013 年 10 月 20 日	江苏银行灌南支行
灌南海胜铜业科技有限公司	500	2012 年 10 月 26 日至 2013 年 10 月 20 日	江苏银行灌南支行
灌南县利泰金属材料有限公司	500	2012 年 11 月 2 日至 2013 年 11 月 1 日	江苏银行灌南支行
江苏裕灌现代农业科技有限公司	40,000	2012 年 8 月 9 日至 2019 年 8 月 8 日	进出口银行
灌南县新区人民医院	2,000	2012 年 9 月 21 日至 2013 年 9 月 20 日	太仓农村商业银行灌南支行
小 计	52,350		

资料来源：公司提供

七、债券偿还保障措施

土地使用权抵押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。

在本期债券存续期间内，公司聘请经本期债券代理人认可的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息首日后的三十个工作日。截至 2013 年 6 月 25 日，公司还未对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，符合抵押资产的跟踪评估时间安排。上述抵押资产均已办妥抵押登记手续。

八、评级结论

跟踪期内，灌南县各项经济指标保持稳步增长，经济结构不断优化，经济保持快速发展，财政实力不断增强，公司所处的发展环境良好。跟踪期内公司收入规模增长较稳定，同时，当地政府通过资产注入等方式加大了对公司的支持力度。土地使用权抵押有效提升了本期债券的信用水平。公司有息债务规模较大，且后续建设投资资金需求仍较大，存在一定的资金压力和债务压力，公司土地资产规模较大，大部分用于融资抵押，资产流动性欠佳。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级维持为AA，维持本期债券信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2012 年 12 月 31 日	2011 年 12 月 31 日	2010 年 12 月 31 日
货币资金	16,722.01	17,749.04	10,840.94
应收票据	10.00		
应收账款	24,806.16	66,183.00	66,340.02
预付款项	6,819.24	13,744.48	7,603.55
其他应收款	93,793.88	72,929.92	43,884.82
存货	645,955.88	326,071.21	295,802.05
流动资产合计	788,107.16	496,677.66	424,471.37
长期股权投资	19,516.40	10,956.14	8,264.51
投资性房地产	16,481.34	17,243.72	17,853.94
固定资产	6,985.39	6,251.38	7,224.92
在建工程	2,794.59	7,947.83	2,833.41
无形资产	86,926.92	65,205.02	60,775.43
非流动资产合计	132,704.64	107,604.10	96,952.21
资产合计	920,811.80	604,281.76	521,423.58
短期借款	17,190.00	4,687.00	10,582.00
应付票据	2,000.00		
应付账款	3,395.61	1,698.66	7,986.42
预收款项	4,092.58	3,322.64	21,190.64
应付职工薪酬	182.38	238.60	146.28
应交税费	6,274.11	5,308.03	7,536.81
其他应付款	38,902.95	39,767.01	16,613.67
一年内到期的非流动负债	3,100.00	4,800.00	6,900.00
其他流动负债	1,083.39	1,207.31	1,070.51
流动负债合计	76,221.02	61,029.25	72,026.33
长期借款	55,400.00	37,800.00	29,400.00
长期应付款	9,698.00		
专项应付款	1,004.80	6,280.73	3,867.96
非流动负债合计	66,102.80	44,080.73	33,267.96
负债合计	142,323.82	105,109.99	105,294.29
实收资本	36,000.00	36,000.00	30,000.00
资本公积	674,607.96	417,394.48	353,547.19
盈余公积	6,821.60	4,460.75	3,188.22
未分配利润	61,051.04	41,308.83	29,386.24
归属于母公司所有者权益合计	778,480.59	499,164.05	416,121.64
少数股东权益	7.39	7.72	7.65

所有者权益合计	778,487.98	499,171.77	416,129.29
负债及所有者权益合计	920,811.80	604,281.76	521,423.58

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
一、营业收入	62,795.91	45,516.18	59,955.02
减：营业成本	54,000.25	43,077.90	53,173.00
营业税金及附加	509.19	424.27	1,769.32
销售费用	330.88	226.76	421.90
管理费用	5,737.95	6,351.86	4,306.14
财务费用	2,712.66	1,841.70	421.06
资产减值损失	-2,100.00	350.00	0.00
投资收益（损失以“-”号填列）	-2,492.66	68.58	158.55
二、营业利润	-887.69	-6,687.72	22.15
加：营业外收入	24,823.62	20,065.13	18,278.44
其中：补贴收入	24,621.55	18,548.49	18,166.40
减：营业外支出	1,245.16	55.80	14.10
三、利润总额	22,690.77	13,321.61	18,286.49
减：所得税费用	588.05	126.43	157.31
四、净利润	22,102.72	13,195.19	18,129.17
归属于母公司所有者的净利润	22,103.06	13,195.12	18,129.13
少数股东损益	-0.34	0.07	0.04
五、其他综合收益	401.21	487.29	0.00
六、综合收益总额	22,503.93	13,682.48	18,129.17
归属于母公司所有者的综合收益总额	22,504.27	13,682.41	18,129.13
归属于少数股东的综合收益总额	-0.34	0.07	0.04

附录三-1 现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 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	43,338.18	27,067.10	45,857.03
收到其他与经营活动有关的现金	27,652.25	22,610.12	21,126.31
经营活动现金流入小计	70,990.43	49,677.22	66,983.34
购买商品、接受劳务支付的现金	41,384.29	15,902.78	45,281.98
支付给职工以及为职工支付的现金	630.31	655.04	417.49
支付的各项税费	3,848.85	4,456.05	79.53
支付其他与经营活动有关的现金	7,005.91	6,317.57	10,555.53
经营活动现金流出小计	52,869.36	27,331.43	56,334.53
经营活动产生的现金流量净额	18,121.07	22,345.79	10,648.81
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	1,000.00	-	-
取得投资收益收到的现金	-	-	32.29
投资活动现金流入小计	1,000.00	-	32.29
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,327.06	3,759.57	5,201.35
投资支付的现金	5,600.00	500.00	2,000.00
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	37,066.19	14,505.50	17,001.86
投资活动现金流出小计	43,993.25	18,765.06	23,467.18
投资活动产生的现金流量净额	-42,993.25	-18,765.06	-23,434.89
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
取得借款收到的现金	42,110.00	25,750.00	24,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	11,538.16	396.73	3,226.16
筹资活动现金流入小计	53,648.16	32,146.73	28,026.16
偿还债务支付的现金	25,714.13	25,345.00	5,708.00
分配股利、利润和偿付利息支付的现金	2,822.58	3,399.56	2,450.04

支付其他与筹资活动有关的现金	1,266.30	74.79	0.45
筹资活动现金流出小计	29,803.01	28,819.36	8,158.49
筹资活动产生的现金流量净额	23,845.15	3,327.37	19,867.67
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	-1,027.03	6,908.10	7,081.59
加：期初现金及现金等价物余额	17,749.04	10,840.94	3,759.35
六、期末现金及现金等价物余额	16,722.01	17,749.04	10,840.94

附录三-2 现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
一、净利润	22,102.72	13,195.19	18,129.17
加：资产减值准备	-2,100.00	350.00	0.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,285.42	946.51	979.79
无形资产摊销	2,742.22	1,548.55	1,418.79
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-5.24	-1,507.06	0.00
财务费用	2,828.32	2,423.12	434.89
投资损失	2,492.66	-68.58	-158.55
存货的减少	-375.89	38,067.36	8,419.81
经营性应收项目的减少	-15,423.72	-45,548.49	-17,147.84
经营性应付项目的增加	4,574.56	11,797.67	1,113.31
其他	0.00	1,141.51	-2,540.57
经营活动产生的现金流量净额	18,121.07	22,345.79	10,648.81
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	16,722.01	17,749.04	10,840.94
减：现金的期初余额	17,749.04	10,840.94	3,759.35
现金及现金等价物净增加额	-1,027.03	6,908.10	7,081.59

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	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)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
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	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	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

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。