

江苏金灌投资发展集团有限公司

2014 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 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

2014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+

评级展望：稳定

债券期限：7年

评级日期：2014年3月17日

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：10亿元

增信方式：土地使用权抵押

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、政府支持力度等因素综合评估确定的。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
总资产	920,811.80	604,281.76	521,423.58
归属于母公司所有者权益合计	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	62,795.91	45,516.18	59,955.02
营业利润	-887.69	-6,687.72	22.15
利润总额	22,690.77	13,321.61	18,286.49
补贴收入	24,621.55	18,548.49	18,166.40
综合毛利率	14.01%	5.36%	11.31%
EBITDA	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	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，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，在资产注入等方面获得了当地政府的大力支持；
- 土地使用权抵押担保为本期债券本息的偿还提供了一定的保障，提升了本期债券的信用水平。

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，近两年收入规模大幅下滑；
- 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，土地流动性欠佳；
- 公司其他应收款规模较大，资金回收存在一定的不确定性；
- 公司盈利主要来源于补贴收入，对政府补贴依赖较大；
- 公司有息债务规模较大，有一定的债务偿付压力；
- 公司有一定的对外担保，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

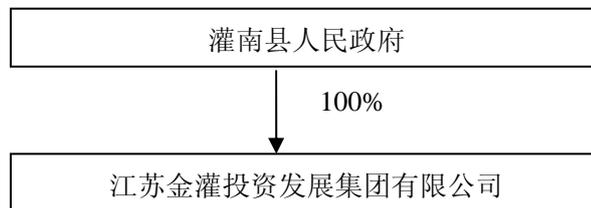
邮箱：yangyr@pyrating.cn

一、发行主体概况

江苏金灌投资发展集团有限公司的前身为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 月更名为现名。

经 2009 年 9 月和 2011 年 12 月两次增资，截至 2012 年末，公司注册资本 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。公司产权及控制关系如图 1 所示：

图1 截至2012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 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额 92.08 亿元，归属于母公司所有者权益 77.85 亿元，2012 年度公司实现营业收入 6.28 亿元，净利润 2.27 亿元，经营活动净现金流入 1.81 亿元。

截至 2012 年 12 月 31 日，公司拥有 7 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，纳入公司合并报表范围的子公司情况见表。

表 1 截至 2012 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	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

二、本期债券概况

债券名称：江苏金灌投资发展集团有限公司 2014 年公司债券；

发行总额：人民币 10 亿元；

债券期限和利率：本期债券期限为 7 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七个计息年度分别逐年偿还本期债券本金的 20%，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。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金人民币 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
新建灌南县南环路一期工程	70,700	30,000	42.43%
新建灌南县南环路二期工程	73,300	30,000	40.93%
新建灌南县东环路建设工程	83,700	30,000	35.84%
灌南县迎宾大道改造工程	34,700	10,000	28.82%
合计	262,400	100,000	38.11%

资料来源：公司提供

（一）新建灌南县南环路一期工程

项目经灌南县发改委（灌发改[2012]9号）批准。

项目总投资70,700万元，拟使用本期债券30,000万元，占总投资的42.43%。项目设计路线起于灌新路，终点与G25长深高速立交，全长6.223公里，路基全宽55米。项目于2012年6月开工，截至2012年末，已完成60%的工程量。

（二）新建灌南县南环路二期工程

项目经灌南县发改委（灌发改[2012]40号）批准。

项目总投资73,300万元，拟使用本期债券30,000万元，占总投资的40.93%。项目设计路线起于东环路，终点灌新路，全长7.363公里，路基全宽55米。项目已于2012年11月开工建

设，截止2012年末项目已完成项目总投资的2.5%，目前正处于土建工程施工阶段。

（三）新建灌南县东环路建设工程

项目经灌南县发改委（灌发改[2012]99号）批准。

项目总投资83,700万元，拟使用本期债券30,000万元，占总投资的35.84%。项目设计路线北起于规划北环路，终点与南环路平交，全长10.365公里，路基全宽55米。项目计划于2013年下半年开工。

（四）灌南县迎宾大道改造工程

项目经灌南县发改委（灌发改[2012]46号）批准。

项目总投资34,700万元，拟使用本期债券10,000万元。占总投资的28.82%。项目设计路线北起于北环西路，终点与南环路平交，全长6.077公里，路基全宽40米。项目已于2012年11月开工建设，截止2012年末项目已完成项目总投资的1.0%，目前正处于土建工程施工阶段。

（五）项目的经济效益及现金回流

灌南县政府决定从2013年开始的十年中，从县财政中每年划拨给公司不少于3亿元人民币作为公司的补贴收入，较好的保证了建设项目的资金回流。

四、区域经济

灌南县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，西接宿迁的沐阳，南邻淮安的涟水，东与盐城的响水相连。截至2012年末，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，确立了经济发展重点实施的“创新引领、产业提升、城镇带动、和谐构建、整体联动五大战略”。灌南县林木资源十分丰富，2012年，新增造林面积2,009公顷，年末实有林地面积27,678公顷，森林覆盖率达到27%，比上年提高1.2%。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，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。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，2012 年间灌南县地区生产总值由 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 2010-2012 年灌南县经济发展情况

主要指标	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	210.47	12.60%	182.33	14.00%	140.08	15.40%
第一产业增加值（亿元）	39.39	5.20%	34.33	3.80%	29.19	5.10%
第二产业增加值（亿元）	105.28	14.60%	91.38	17.60%	70.37	22.30%
第三产业增加值（亿元）	65.80	14.00%	56.62	15.30%	40.52	13.10%
固定资产投资（亿元）	181.34	1.00%	180.11	17.03%	206.66	31.20%
社会消费品零售总额（亿元）	54.01	15.30%	48.18	17.40%	41.54	18.60%

资料来源：灌南县 2010-2012 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 2010-2012 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		2010 年	
	GDP	增长率	GDP	增长率	GDP	增长率
赣榆县	331.36	14.70%	283.07	14.50%	223.10	15.40%
东海县	277.30	12.60%	245.67	14.50%	200.14	15.20%
灌云县	220.29	12.80%	192.22	14.00%	150.13	16.47%
灌南县	210.47	12.60%	182.33	14.00%	-	-
新浦区	108.00	13.50%	94.45	15.00%	78.01	15.00%
连云区	80.00	16.20%	68.41	17.50%	55.89	15.80%
海州区	-	-	51.85	14.00%	38.85	15.30%

资料来源：连云港市下属各区、县 2010-2012 年国民经济统计公报

五、财政实力

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，但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

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。2010-2012 年间，灌南县一般预算收入年复合增长 18.64%，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，2010-2012 年灌南县税收收入占地方一般预算收入比重平均为在 65% 以上，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，近三年来，上级补助收入占地方综合财力比重分别为 25.59%、27.12% 和 22.56%。随着城市化进程的不断提高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，2010-2012 年期间，灌南县累计实现国有土地使用权出让金 67.53 亿元，年复合增长 35.06%，在一定程度增强了灌南县地方财政实力。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。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 2010-2012 年灌南县财政收入情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
（一）一般预算收入	255,941	222,193	181,830
1、税收收入	203,029	156,191	118,249
2、非税收入	52,912	66,002	63,581
（二）上级补助收入	171,405	167,634	132,999
1、一般性转移支付收入	83,345	66,688	50,752
2、专项转移支付收入	75,437	88,136	70,378
3、返还性收入	12,623	12,810	11,869
（三）政府性基金收入	329,704	223,180	190,388
国有土地使用权出让金	320,176	179,645	175,511
（四）预算外财政专户收入	2,668	5,138	14,496
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	759,718	618,145	519,713
一般预算支出	418,773	376,717	304,427

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 2010-2012 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		2010 年	
	一般 预算收入	同比增长	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%	18.02	58.80%
灌云县	25.86	19.70%	21.61	32.00%	16.47	56.80%
灌南县	25.59	15.20%	22.22	56.70%	-	-
新浦区	22.20	32.30%	16.26	35.40%	12.72	38.10%
连云区	14.00	25.00%	11.3	29.10%	8.76	34.60%
海州区	-	-	5.92	29.20%	4.58	48.96%

资料来源：2010-2012年连云港市各区、县统计公报

六、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，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，但公司土地一级开发业务受土地市场影响较大，业务收入大幅降低

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 7 2010-2012 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		
	2012 年	2011 年	2010 年	2012 年	2011 年	2010 年
主营业务：	61,519.16	44,783.08	59,409.56	12.94%	5.35%	11.36%
交通工程建设	55,423.61	41,941.82	30,190.20	10.43%	1.19%	0.24%
土地一级开发	3,338.11	-	26,322.34	13.04%	-	17.79%
租赁	1,582.58	1,552.55	1,536.35	46.60%	54.52%	57.06%
广播电视传播	932.06	1,051.15	943.76	82.13%	77.07%	75.81%
金融担保业	242.79	237.10	400.71	100.00%	100.00%	100.00%
房地产开发	0.00	0.45	16.19		7.69%	0.00%
其他业务：	1,276.75	733.09	545.47	65.29%	6.08%	6.05%
广告收入	693.89	710.09	545.47	36.13%	3.03%	6.05%
其他	582.86	23.00	-	100.00%	100.00%	-
合计	62,795.91	45,516.18	59,955.02	14.01%	5.36%	11.31%

资料来源：公司审计报告

公司是灌南县城基础设施建设主体，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。回款周期一般在一年内，根据财政具体情况分期或一次性到账。2010-2012 年间公司主要建设的交通工程项目有新港大道一期、二期和三期工程、二郎神文化遗迹公园、进港航道工程、码头一期工程、盐河四桥李大线工程和五龙口水环境治理项目等，分别实现交通工程建设收入 30,190.20 万元、41,941.82 万元和 55,423.61 万元。

表 8 2010-2012 年公司交通工程建设收入情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
新港城大道一期工程	-	150.00	1,370.00
新港城大道二期工程	-	35,503.34	28,341.11
四通公司公路养护工程	1,609.61	6,288.49	479.09
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	30,190.20

资料来源：公司提供

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。

2010 年度公司共出让土地 70.28 万平方米，实现土地一级开发收入 26,322.34 万元，由于近两年来，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，2011 年起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 万平方米的未抵押的土地资产，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，2010-2012 年间公司广电收入规模基本稳定，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。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。但从 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，近年来通过资产注入、补贴收入等方式，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注入、补贴收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年对公司无偿划拨土地账面价值25.68亿元。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 [2010]178 、[2010]179、 [2010]180、[2010]181、[2011]181、 [2011]182、[2011]183、[2011]184、[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，2010-2012年灌南县财政局分别给予公司18,166.40万元、18,548.49万元和24,621.55万元的补贴收入。

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。

近年灌南县城市建设力度较大，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

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2010-2012年的三年连审审计报告。

2012年公司纳入合并范围的子公司较2011年减少一家，原因为连云港金灌投资担保有限公司于2012年已停止运营，未纳入当年合并范围。2011年较2010年纳入公司合并范围的子公司未发生改变。审计报告按照新会计准则编制。

资产结构与质量

公司近年来资产规模稳步增长，资产中土地占比较大，抵押比率较高，整体资产质量一般

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，公司近年资产规模稳步增长，2010-2012年复合增长率7.65%，至2012年底，公司资产总额为920,811.80万元。公司资产以流动资产为主，截至2012年末，流动资产占公司总资产比重为85.59%。

表10 2010-2012年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2012年		2011年		2010年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	788,107.16	85.59%	496,677.66	82.19%	424,471.37	81.41%
应收账款	24,806.16	2.69%	66,183.00	10.95%	66,340.02	12.72%
其他应收款	93,793.88	10.19%	72,929.92	12.07%	43,884.82	8.42%
存货	645,955.88	70.15%	326,071.21	53.96%	295,802.05	56.73%

非流动资产合计	132,704.64	14.41%	107,604.10	17.81%	96,952.21	18.59%
长期股权投资	19,516.40	2.12%	10,956.14	1.81%	8,264.51	1.58%
投资性房地产	16,481.34	1.79%	17,243.72	2.85%	17,853.94	3.42%
无形资产	86,926.92	9.44%	65,205.02	10.79%	60,775.43	11.66%
资产总计	920,811.80	100.00%	604,281.76	100.00%	521,423.58	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，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。截至 2012 年底，公司其他应收款主要为与政府等单位的往来款，账龄全部在 2 年内，主要应收对象为灌南县财政局，应收金额为 3.84 亿元，占其他应收款总额的 40.93%，年末其他应收款规模较大，一定程度上影响公司资金使用效率。2012 年底，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，且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，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。

总体上看，公司近年资产规模稳步增长，流动资产占比较高，公司存量土地较为充足，整体资产质量尚可。

盈利能力

公司营业收入主要来自交通工程建设业务，后续收入较有保障，但土地一级开发收入受土地市场影响而大幅下滑，主要业务盈利水平较弱，公司盈利对政府补贴依赖度较高

近三年来，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，2010-2012 年间两项业务收入占公司营业收入的比例分别为 94.26%、92.15%和 93.58%。但近两年来，受土地市场影响，公司土地一级开发收入规模较小，2011 年公司营业收入因此出现下滑，2012 年交通工程建设收入规模上升较快，又带动全年营业收入规模的回升。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，2012 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提升，导致公司近三年整体毛利率有所波动。

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，公司近两年营业利润均为亏损状态，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，2010-2012 年公司分别获得补贴收入 1.82 亿元、1.85 亿元和 2.46 亿元，近三年合计达 6.13 亿元，公司对补贴收入的依赖度较高。

表11 2010-2012年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
营业收入	62,795.91	45,516.18	59,955.02
投资收益	-2,492.66	68.58	158.55
营业利润	-887.69	-6,687.72	22.15
补贴收入	24,621.55	18,548.49	18,166.40
利润总额	22,690.77	13,321.61	18,286.49
净利润	22,102.72	13,195.19	18,129.17
综合毛利率	14.01%	5.36%	11.31%
期间费用率	13.98%	18.50%	8.59%

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

公司近三年来经营活动现金流量净额分别为 10,648.81 万元、22,345.79 万元和 18,121.07 万元，经营活动现金流入主要系公司工程价款、土地出让金等，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。公司支付的其他与经营活动有关的现金主要为管理费用支出和往来款。整体而言，公司经营现金流量表现较好。

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。

2010-2012 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 2010-2012 年分别对外拆出资金 10,000 万元、14,500 万元和 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，2010-2012 年用于购建固定资产、无形资产的现金分别为 5,201.35 万元和 3,759.57 万元和 1,327.06 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，2010-2012年公司通过借款获得的现金流量净额累计达91,860万元。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 2010-2012年公司现金流量表（单位：万元）

现金流情况	2012年	2011年	2010年
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
投资活动产生的现金流量净额	-42,993.25	-18,765.06	-23,434.89
筹资活动产生的现金流量净额	23,845.15	3,327.37	19,867.67
五、现金及现金等价物净增加额	-1,027.03	6,908.10	7,081.59

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，但有息债务占比较大，有一定的偿付压力

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2012年底，公司负债规模达到142,323.82万元，较2010年增加35.17%，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、短期借款，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54.59%，规模和占比较大，有一定的债务偿付压力，且公司未来建设压力较大，负债规模将有所上升，经国家发改委文件发改财金[2013]78

号文批复，公司于2013年1月28日发行10亿元公司债券，债券期限6年，每年付息一次，债券票面利率6.04%。

表13 2010-2012年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2012年		2011年		2010年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	76,221.02	53.55%	61,029.25	58.06%	72,026.33	68.40%
短期借款	17,190.00	12.08%	4,687.00	4.46%	10,582.00	10.05%
预收款项	4,092.58	2.88%	3,322.64	3.16%	21,190.64	20.13%
应交税费	6,274.11	4.41%	5,308.03	5.05%	7,536.81	7.16%
其他应付款	38,902.95	27.33%	39,767.01	37.83%	16,613.67	15.78%
非流动负债合计	66,102.80	46.45%	44,080.73	41.94%	33,267.96	31.60%
长期借款	55,400.00	38.93%	37,800.00	35.96%	29,400.00	27.92%
负债总额	142,323.82	100.00%	105,109.99	100.00%	105,294.29	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 2010-2012年公司主要偿债能力指标

偿债能力	2012年	2011年	2010年
资产负债率	15.46%	17.39%	20.19%
流动比率	10.34	8.14	5.89
速动比率	1.86	2.80	1.79
EBITDA 利息保障倍数	10.42	5.90	11.24

资料来源：公司审计报告

综上，公司整体负债水平不高，其中有息刚性债务占比较大，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。

八、或有事项分析

截至2012年末，公司为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年末公司为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

九、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿还计划分析

2014年江苏金灌投资发展集团有限公司公司债券拟发行总额为人民币10亿元，其中本期债券发行10亿元，本期债券于每个计息年度付息一次，从第三个计息年度末开始偿还本金。本期债券存续期内的第3至第7个计息年度末，分别偿还本期债券发行总额的20%。

（二）本期债券偿债资金来源与主要偿债风险

公司业务收入主要来源于交通工程建设收入。近年随着灌南县基础设施建设的不断投入，公司收入整体呈一定增长趋势。2012年度，公司实现交通工程建设收入55,423.61万元。目前公司在建拟建项目计划总投资合计57亿元，对公司后期盈利奠定了较好的基础，得益于公司较大的收入规模，2010-2012年公司利润总额合计达到5.43亿元，利润水平较好，对偿

债提供了较好的保障。

本期债券募集的10亿元资金将全部用于新建灌南县南环路一期和二期工程、新建灌南县东环路建设工程和灌南县迎宾大道改造工程。灌南县政府决定从2013年开始的十年中，从县财政中每年划拨给公司不少于3亿元人民币作为公司的补贴收入，较好的保证了建设项目的资金回流，成为本期债券本息偿还的重要资金来源。

公司主要从事城市基础设施建设等业务，该业务较易受到宏观调控、土地及拆迁政策、市场需求结构变化影响，可能引起经营的较大波动。城市基础设施建设的投资规模及运营收益水平受到经济周期波动影响。如果出现经济增长速度放缓、停滞或衰退，将可能使公司的经营效益下降，现金流减少，从而影响本期债券的偿付。

本次募集资金投资项目，存在投资规模大、建设工期较长等特点，建设期内的施工成本受建筑材料、设备价格和劳动力成本等多种因素影响，项目实际投资有可能超出项目的投资预算，影响项目按期竣工及投入运营，并对项目收益的实现产生不利影响。

（三）本期债券保障措施分析

土地使用权抵押担保为本期债券本息的偿还提供了一定的保障，提升了本期债券的信用水平

公司为本期债券提供的抵押资产为 11 宗国有土地使用权，其中 1 宗土地用途为物流仓储、性质为出让，其余 10 宗土地用途为综合、性质为划拨。根据江苏华信资产评估有限公司(苏华评报字(2013)第 121 号)(评估基准日:2013 年 6 月 20 日),评估土地总面积 3,174.95 万平方米，评估价值共计 330,805.96 万元，为本期债券发行总额的 3.3 倍。本期债券发行完毕后三十个工作日内，公司应完成抵押资产的抵押登记手续。

表 16 抵押土地使用权明细（单位：万平方米）

序号	权属证号	取得日期	用地性质	宗地用途	面积
1	灌国用（2013）第 882 号	2012 年 3 月	出让	物流仓储	241.03
2	灌国用（2013）第 0808 号	2013 年 5 月	划拨	综合	350.21
3	灌国用（2013）第 0809 号	2013 年 5 月	划拨	综合	259.47
4	灌国用（2013）第 0810 号	2013 年 5 月	划拨	综合	259.57
5	灌国用（2013）第 0811 号	2013 年 5 月	划拨	综合	125.28
6	灌国用（2013）第 0812 号	2013 年 5 月	划拨	综合	73.96
7	灌国用（2013）第 0813 号	2013 年 5 月	划拨	综合	175.36
8	灌国用（2013）第 0814 号	2013 年 5 月	划拨	综合	333.93

9	随开国用（2013）第 0815 号	2013 年 5 月	划拨	综合	431.13
10	随开国用（2013）第 0816 号	2013 年 5 月	划拨	综合	437.37
11	灌国用（2013）第 0817 号	2013 年 5 月	划拨	综合	487.64
合计	-	-	-	-	3,174.95

资料来源：江苏华信资产评估有限公司（苏华评报字（2013）第 121 号）

根据抵押协议，公司抵押资产的追加、抵押资产的释放和抵押资产的置换等具体情况如下所述：

（一）抵押资产的追加

根据《江苏金灌投资发展集团有限公司 2014 年公司债券抵押资产监管协议》，在本期债券存续期间，抵押资产的合计价值除以本期债券未偿还本金的比率（以下简称“抵押比率”）不得低于 1.8 倍；在本期债券存续期内，抵押比率低于 1.8 倍时，公司需追加抵押资产。

（二）抵押资产的释放

根据抵押协议，在本期债券存续期间，抵押比率不低于 1.8 倍的前提下，公司可以申请解除部分抵押资产的抵押。

（三）抵押资产的置换

根据抵押协议，本期债券存续期间，公司需要对抵押资产进行置换的，可提出资产置换申请，公司应保证拟置入抵押资产应为公司拥有合法所有权的国有出让土地使用权，并保证抵押比率不低于 1.8 倍，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。

（四）抵押资产的重新评估

在本期债券存续期间，公司应在经抵押资产监管人认可的具有相应资质的评估机构对抵押资产的价值按年进行评估并出具年度评估报告，年度评估报告的基本日期应为本期债券当年的付息首日，年度评估报告的出具时间不应迟于本期债券当年付息首日后 30 个工作日。

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。

抵押资产监管人有权对抵押资产的价值评估进行监督，有权自行聘请有资格的资产评估机构对抵押资产的价值予以核查、验证。

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。

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 年度	2011 年度	2010 年度
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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
现金流	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
	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。