

江苏金灌投资发展集团有限公司

**2014 年公司债券 2015 年跟踪
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。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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。

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 2014 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【390】号 02

增信方式: 土地使用权
质押

债券剩余规模: 10 亿元

债券到期日期: 2021 年
4 月 8 日

债券偿还方式: 每年付
息, 分次偿还本金

分析师

姓名:
杨涛 刘书芸

电话:
021-5103 5670

邮箱:
yangt@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 6 月 29 日	2014 年 6 月 30 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“金灌集团”或“公司”) 及其 2013 年 1 月 28 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”或“14 金灌债”) 的 2015 年度跟踪评级结果为: 本期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。该评级结果是考虑到灌南县经济实力不断增强, 公共财政收入稳定增长、政府对公司持续支持、公司资产规模增长稳定、土地储备充裕, 并且国有土地抵押有效提升了本期债券安全性。同时我们也关注到灌南县财政收入波动较大、公司业务较单一、自身盈利能力不强、资产流动性低、债务规模增加, 以及或有负债等风险因素。

正面:

- 灌南县经济实力不断增强, 公共财政收入稳定增长。2014 年灌南县实现地区生产总值 259.25 亿元, 同比增长 10.10%; 全年公共财政收入 351,216 万元, 同比增长 15.02%。
- 公司资产规模增长稳定, 未来收入较有保障。2014 年末公司资产总额 174.76 亿元, 同比增加 17.47%。期末土地资产原值总额 108.85 亿元, 权证面积 6,551.21 万平方米, 为公司未来土地整理收入提供了保障。
- 国有土地股权质押有效提升了本期债券的安全性。作为本期债券抵押资产的 11 宗国有土地使用权, 2013 年估值评估总价共计 33.08 亿元, 为本期债券的安全偿还提供了较好的保障。

关注:

- **灌南县财政总收入对政府性基金收入依赖较大，易产生波动。**2014 年灌南县政府性基金收入下降较上年减少 41.14%，导致财政总收入下降 5.13%。
- **2014 年公司收入依赖于工程代建收入，盈利能力较弱。**2014 年公司营业收入的 96.75% 来自于工程代建收入，营业利润仅为 78.50 万元。
- **资产流动性较低。**2014 年末公司资产中开发成本和无形资产占比达 65.48%，且土地资产抵押比例达 85.25%。期末其他应收款规模 14.60 亿元，回收有一定不确定性。
- **债务规模显著增加，偿债压力加大。**2014 年末公司总负债规模 605,293.08 万元，同比增长 78.19%。其中有息负债 288,351.31 万元，同比增长 64.64%。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2015 年 5 月 12 日，公司对外担保余额 130,100.00 万元，占 2014 年末所有者权益的 11.39%。

主要财务指标:

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	1,747,592.68	1,487,669.62	920,811.80
归属于母公司所有者权益（万元）	1,142,275.57	1,147,947.49	778,480.59
有息债务（万元）	288,351.31	175,137.48	77,690.00
资产负债率	34.64%	22.83%	15.46%
流动比率	9.02	9.47	10.34
营业收入（万元）	66,285.20	60,895.90	62,795.91
政府补助（万元）	16,694.96	15,802.57	24,621.55
利润总额（万元）	16,812.18	21,030.21	22,690.77
综合毛利率	9.56%	17.34%	14.01%
总资产回报率	1.04%	1.75%	3.33%
EBITDA（万元）	19,382.71	24,313.11	29,556.18
EBITDA 利息保障倍数（万元）	1.56	4.08	10.42
经营活动净现金流净额（万元）	10,648.65	3,587.94	18,121.07

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

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[2014]456号文件批准，公司于2014年4月8日公开发行10亿元公司债券，票面利率为7.9%。

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年和第7年分次还本，每次偿还本金的20%。年度付息款项自付息日起不另计利息。计息期限为2014年4月8日至2021年4月8日，付息日为2015年至2021年每年的4月8日。截至2015年5月末，本期债券本息兑付情况见表1。

表1 截至2014年5月末债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2015年4月8日	100,000.00	0	7,900.00	100,000.00

资料来源：公开资料

本期债券募集资金共10亿元，截至2015年5月底，募集资金使用情况见表2。

表2 截止至2014年12月31日公司募投资金使用情况（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	已使用募集资金额度
新建灌南县南环路一期工程	70,700	30,000	70,700	30,000
新建灌南县南环路二期工程	73,300	30,000	73,300	30,000
新建灌南县东环路建设工程	83,700	30,000	81,500	30,000
灌南县迎宾大道改造工程	34,700	10,000	34,700	10,000
合计	262,400	100,000	260,200	100,000

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

截至2014年底，公司注册资本36,000万元，未发生变化；控股股东和实际控制人均为灌南县人民政府，未发生变化。

2014年公司纳入合并报表范围的子公司共16家，较2013年无变化。具体见附录五。

截至2014年12月31日，公司资产总额为1,747,592.68万元，归属于母公司的所有者权益为1,142,275.57万元，资产负债率为34.64%；2014年度，公司实现营业收入66,285.20万元，利润总额16,812.18万元，经营活动现金流净额10,648.65万元。

三、区域经济与财政实力

灌南县经济实力持续增强，产业结构持续优化，工业经济发展良好

2014年灌南县实现地区生产总值259.25亿元，同比增长10.10%。其中第一产业增加值44.75亿元，同比增加4.00%；第二产业增加值128.76亿元，同比增加11.30%；第三产业增加值85.74亿元，同比增加11.40%。三大产业结构调整为17.26：49.67：33.07，二、三产业增加值占地区生产总值的比重为82.74%，比上年提高0.35个百分点。全年完成全社会固定资产投资276.97亿元，同比增长24%。其中规模以上投资完成195亿元，同比增长25.3%。2014年全县共实施重点项目109个，计划投资170亿元，其中市重点项目52个，计划投资100.9亿元，完成投资82.35亿元。新开工超亿元项目18个，20个超亿元项目建成投产。

工业经济方面，全年规模以上工业企业完成总产值602.35亿元，比上年增长17.3%。按轻重工业分，轻工业产值36.88亿元，增长17.8%；重工业565.47亿元，增长17.2%。其中以制造业为主体，制造业全年实现产值601.92亿元，增长17.2%。高新产业稳步增长，全年电子及通讯设备制造业、医药制造业、智能装备制造业、新材料、新能源等高新技术产业实现产值占规模以上工业产值比重为17.8%。

表3 2013-2014年灌南县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2014年		2013年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	259.25	10.10%	235.90	11.60%
第一产业增加值	44.75	4.00%	42.72	4.40%
第二产业增加值	128.76	11.30%	117.18	13.10%
第三产业增加值	85.74	11.40%	76.00	13.30%
固定资产投资	276.97	24.00%	223.36	21.80%
社会消费品零售总额	69.53	13.10%	61.48	13.80%
进出口总额（亿美元）	2.34	3.20%	2.27	39.97%
存款余额	124.08	13.49%	109.33	23.75%
贷款余额	106.95	20.62%	88.67	28.02%

资料来源：2013-2014年灌南县国民经济和社会发展统计公报

2014年灌南县公共财政收入持续增长，但财政收入受政府性基金收入下滑影响而下降，财政收入对政府性基金收入依赖较大，土地出让市场的不确定性使财政收入易产生波动

受土地出让收入大幅缩减影响，2014年灌南县财政收入有所减少。全年共实现财政收入743,828万元，同比减少5.13%。从收入结构来看，主要由公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入构成。

随着地方经济持续增长，灌南县公共财政收入不断增加。2014年灌南县公共财政收入增长

15.02%，为351,216万元。其中，税收收入303,816万元，占当年公共财政收入的86.50%，公共财政收入的质量和可持续性较好。2014年灌南县获得上级补助收入213,795万元，同比增长18.93%，占当年财政收入的28.74%。受当地土地出让市场不景气的影响，以国有土地使用权出让金为主的政府性基金收入大幅减少。2014年灌南县实现政府性基金收入较上年减少41.14%，为173,650万元。由于土地市场的不确定性，未来灌南县土地出让收入出现波动的可能性较大，将影响其财政收入的稳定性。

2014年灌南县公共财政支出为525,397万元，较上年增长9.98%。当年公共财政收入与公共财政支出的比例为66.85%，公共财政收入对公共财政支出的保障程度较低，对上级补助等有一定的依赖。

表4 2013-2014年灌南县财政收支情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
财政收入	743,828	784,070
（一）公共财政收入	351,216	305,348
其中：税收收入	303,816	262,665
非税收收入	47,400	42,683
（二）上级补助收入	213,795	179,766
其中：返还性收入	12,786	12,422
一般性转移支付收入	109,175	96,396
专项转移支付	91,834	70,948
（三）政府基金收入 ¹	173,650	295,014
其中：土地出让收入	156,831	280,522
（四）预算外财政专户收入	5,167	3,942
财政支出	707,922	779,869
（一）公共财政支出	525,397	477,700
（二）政府基金支出	177,541	298,326
（三）预算外财政专户支出	4,984	3,843
公共财政收入/公共财政支出	66.85%	63.92%

资料来源：灌南县财政局

四、经营与竞争

2014年，公司营业收入66,285.20万元，较上年增长8.85%。公司收入结构发生较大变化，2014年公司收入主要来自于工程建设，全年实现工程建设收入64,132.03万元，占营业收入的96.75%。受工程建设业务毛利率下降的影响，公司整体毛利率下降7.78个百分点，至9.56%。2014年土地整理开发和租赁业务未产生收入，目前公司土地储备较多，并于2014年新购入39.20

¹ 注：灌南县2013年政府性基金收入有所调整。

万平方米土地，价值6.83亿元，土地整理未来将继续为公司带来相关收入。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	64,132.03	7.18%	33,993.97	13.04%
广播电视传播	1,013.59	58.48%	1,428.46	54.99%
金融担保业	325.05	100.00%	337.01	100.00%
土地整理开发	-	-	22,482.50	13.04%
租赁	-	-	931.11	61.74%
其他	55.89	100.00%	-	-
主营业务合计	65,526.56	8.51%	59,173.05	15.32%
广告收入	568.04	100.00%	498.78	100.00%
其他	190.60	100.00%	1,224.07	81.21%
其他业务合计	758.64	100.00%	1,722.85	86.65%
合计	66,285.20	9.56%	60,895.90	17.34%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司收入主要来源于工程建设收入，受工程进度影响，2014年该业务收入大幅增加

公司是灌南县唯一的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加上一定的代建费，代建费一般为总成本的10%-15%左右。公司再从外部公开招标施工单位，并按工程进度付款。受工程建设进度影响，公司2014年工程建设收入较上年大幅增加88%，实现工程建设收入64,132.03万元，全部来自于灌南县硕项湖备用水源地工程，该项目已全部完工结算。由于政府对不同项目工程款的拨付毛利率有一定的波动，2014年工程建设业务毛利率为7.18%，较上年减少5.86个百分点。13金灌债的5个募投项目均与政府签署项目投资建设委托协议书，每年应该有4.94亿元的回购收入，但实际因工程完工一直未作决算报告。并且在工程开始建设时，政府有配套资金注入（列专项应付款），所以政府所欠资金不多，等到决算结算时，抵充政府回购款。

截至2014年底，公司在建项目包括灌南堆沟东腰加油站和本期债券募投项目之一新建灌南县东环路建设工程等，在建项目计划总投资共计29.34亿元，已投资27.37亿元，尚需资金投入1.97亿元，资金压力不大。目前公司拟建设灌南县110消防指挥中心，未来将以政府回购方式形成收入，但项目投资建设细节尚未确定。

表6 截至2014年12月31日公司在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
新建灌南县东环路建设工程	83,700.00	81,500.00

灌南堆沟东腰加油站	3,000.00	404.22
南环路二期	73,300.00	69,700.00
迎宾大道改造	34,700.00	33,000.00
东环路	83,700.00	79,600.00
新城工程	5,000.00	3,500.00
广电设施	2,500.00	2,100.00
天湖项目	500.00	350.00
码头一期	2,000.00	1,100.00
城东污水处理厂	5,000.00	2,400.00
合 计	293,400.00	273,654.22

资料来源：公司提供

广播电视传播、广告和担保业务对公司收入来源形成有益补充

除了工程建设业务，公司收入来源还有广播电视传播、广告和担保收入等，这些业务收入占比较小，但对公司收入形成了有益的补充。2014年上述多元化业务共实现经营收入1,906.68万元，占当年公司总收入的2.88%。

公司广播电视传播和广告收入由灌南县广电网络有限公司负责运营，毛利率一直较为稳定。2014年，公司广电收入1,013.59万元，同比降低29.04%，主要系2013年公司数字电视网络改造已经完成，2014年不再形成收入。至2013年底灌南县有线电视网络已覆盖90%以上的住户，未来广播电视传播和广告收入增长将有所保障。2014年公司广告业务有所增加，为568.04万元。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，具有一定政策功能，公司收取的担保费率较低。2014年末，公司在担保278笔，在保余额2.70亿元。2014年公司担保业务收入与上年略有降低，预计未来收入也较为稳定，难以大幅增长。

另外，其他业务主要包括广电网络公司收取的部分频道（如购物频道）配套费、覆盖费等。

灌南县政府对公司的支持力度加大，通过补贴提升了公司的盈利水平

灌南县政府对公司的支持力度一直较大，根据灌财发（2014）129号文件，为进一步扶持企业发展，2014年灌南县财政局给予公司15,000万元财政补贴。同年公司还获得一些其他补贴，2014年公司共获得16,694.96万元财政补贴，公司盈利水平得到提升，但未按之前文件中约定的每年3亿元对公司进行补贴。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013-2014年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2014年审计报告合并范围未发生变化。本期审计报告对存货、资本公积、长期股权投资等科目进行追溯调整，具体见附录七。

资产结构与质量

公司资产规模增长稳定，资产中土地占比较大，且抵押比率较高，资产流动性较弱

2014年末公司总资产规模达到1,747,592.68万元，较上年增长17.47%，主要系负债增加和在建项目的持续投入所致。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2014年底公司流动资产占总资产比重为93.10%。流动资产主要由预付款项、其他应收款和存货构成。预付款项主要系预付江苏嘉隆工程建设有限公司、新港大道三期指挥部、江苏铜灌置业有限公司等建设施工单位的工程款项，未结转成本，随着项目的不断投入，预付款项规模不断增长，年末余额336,105.33万元，较上年增长117.56%。其他应收款主要系灌南县财政局、灌南县国土局、灌南县盐东城区城市防洪工程建设处等单位的往来款与土地开发款，坏账风险较小，但回收期限有一定不确定性。期末其他应收款共计146,020.67万元，同比增长2.30%，增幅不大。公司存货主要是土地一级开发成本、保障房项目和道路建设项目，2014年开发成本增加64,569.98万元，主要系购入土地入账。同时，2014年无形资产减少1.54亿元系调整以前年份重复入账的土地。公司流动资产主要以存量土地为主，且土地抵押比率较高，资产流动性较弱。

公司非流动资产以无形资产为主，公司无形资产均为土地使用权，年末账面价值68,712.50万元，较上年减少15,979.61万元，系政府因规划、建设需要收回和征用部分土地所致，现存无形资产主要以行政事业单位、学校占用的公益性资产为主。截止至2014年末，公司土地资产权证面积合计6,551.21万平方米，原值共计1,088,513.75万元，其中用于抵押的土地占比85.25%，抵押比例较高。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
预付款项	336,105.33	19.23%	154,491.51	10.38%
其他应收款	146,020.67	8.36%	142,732.57	9.59%
存货	1,078,627.33	61.72%	1,013,563.59	68.13%
流动资产合计	1,625,505.11	93.01%	1,365,121.71	91.76%
无形资产	68,712.50	3.93%	84,692.11	5.69%
非流动资产合计	122,087.57	6.99%	122,547.90	8.24%

资产总计	1,747,592.68	100.00%	1,487,669.62	100.00%
------	--------------	---------	--------------	---------

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

2014年公司营业收入和营业利润均有下降，盈利仍然依赖于政府补贴

2014年公司营业收入主要来自交通工程代建收入，营业总收入规模66,285.20万元，较上年增长8.85%。而2014年回购项目灌南县硕项湖备用水源地工程收入毛利率较以前代建的项目低，公司整体毛利率下降7.78个百分点，至9.56%。公司营业利润大幅下降，2014年仅为78.5万元。

2014年公司获得补贴收入16,694.96万元，政府补贴占公司利润总额的99.30%，公司盈利仍然主要依赖于政府补贴。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014年	2013年
营业收入	66,285.20	60,895.90
营业利润	78.50	5,353.98
补贴收入	16,694.96	15,802.57
利润总额	16,812.18	21,030.21
综合毛利率	9.56%	17.34%
期间费用率	8.73%	9.62%
总资产回报率	1.04%	1.75%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

现金流

2014年公司经营活动现金净流入增加，投资活动现金流出现规模扩大，对外融资为公司经营建设提供了一定的支撑

公司经营活动现金流入主要包括交通基础工程建设收回的建设款项和相关往来款，以及收到的政府补贴，经营活动现金流出主要系购入土地相关支出，以及与政府的往来款。2014年公司经营活动现金净流入10,648.65万元，较上年有较大增加。由于2014年公司建设项目较多，资金投入加大，公司当年投资活动现金净流出扩大，为203,856.82万元，同比增加64.21%。目前公司在建项目尚需投入1.97亿元，资金缺口不大。筹资活动方面，公司从事城市基础设施建设项目资金需求较大，公司对外融资的规模进一步扩大，2014年筹资活动现金净流入193,377.04万元，同比增加52.24%。2014年公司融资活动现金流入主要来自于当年发行10亿元公司债券、长期借款和政府道路工程专项资金，融资活动对公司经营建设资金需求提供了较大的支撑。

表9 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	56,477.40	55,829.39
收到的其他与经营活动有关的现金	21,849.53	21,882.66
经营活动现金流入小计	78,326.93	77,712.06
购买商品、接受劳务支付的现金	58,279.81	61,883.66
支付的其他与经营活动有关的现金	6,390.52	11,059.30
经营活动现金流出小计	67,678.28	74,124.12
经营活动产生的现金流量净额	10,648.65	3,587.94
投资活动产生的现金流量净额	-203,856.82	-124,143.39
筹资活动产生的现金流量净额	193,377.04	127,019.05
现金及现金等价物净增加额	168.87	6,463.60

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司债务规模增长较快，其中有息债务规模显著增加，公司偿债压力攀升

随着公司业务的不断发展和基础设施建设投入不断增加，公司负债规模不断增加。截至2014年底，公司负债总额605,293.08万元，较上年大幅增长78.19%。2014年政府收回前期无偿拨付的土地和无偿拨付的资金，公司资本公积减少18,141.24万元，所有者权益减少为1,142,299.59万元。2014年底公司负债与所有者权益的比例为52.99%，较上年增加了23.40个百分点，偿债压力上升。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014年	2013年
负债总额	605,293.08	339,695.97
所有者权益	1,142,299.59	1,147,973.65
负债与所有者权益比率	52.99%	29.59%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，2014年公司负债规模大幅增加主要系非流动负债的增加。截至2014年底，公司非流动负债占总负债的比例为70.24%，较上年有较大提高。有息债务规模也有较大增加，2014年末公司有息债务规模288,351.31万元，同比增长64.64%。

公司流动负债主要由短期借款和其他应付款构成，短期借款期末余额15,150.00万元，包括3,800.00万元的抵押借款和11,350.00万元的保证借款，总规模较上年减少15.08%；期末其他应付款主要系应付江苏万年达建设集团有限公司、连云港灌河新农村发展建设有限公司、连云港中新污水处理有限公司等单位的往来款。从账龄来看，一年以内的其他应付款占比仅为42.31%，偿还期限较长。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和专项应付款构成，这几项在 2014 年都有较大幅度增加。公司 2014 年长期借款都是抵押借款，期末余额为 65,700.00，较上年增加 59.08%。应付债券的增加主要系本期债券的发行；专项应付款包括政府拨付的建设项目专项资金，包括南环路一期、二期、东环路、迎宾大道的 10.82 亿元配套资金，以及 4.67 亿元保障性住房项目政府配套资金和 0.10 亿元的扬帆港务工程项目拨款。

表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	15,150.00	2.50%	17,840.00	5.25%
其他应付款	120,843.54	19.96%	85,182.88	25.08%
流动负债合计	180,159.65	29.76%	144,183.25	42.44%
长期借款	65,700.00	10.85%	41,300.00	12.16%
应付债券	198,001.31	32.71%	98,897.48	29.11%
专项应付款	155,911.80	25.76%	47,714.80	14.05%
非流动负债合计	425,133.43	70.24%	195,512.72	57.56%
负债合计	605,293.08	100.00%	339,695.97	100.00%
其中：有息债务	288,351.31	47.64%	175,137.48	51.56%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司2014年末的有息债务偿还安排如下，2016年和2017年分别进入13金灌债和14金灌债的本金偿还期，2017-2019年公司分别需偿还有息债务6.34亿元、5.44亿元和5.16亿元。

表12 截至 2014 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
短期借款	15,150.00	-	-	-	-	-	-
应付票据	-	-	-	-	-	-	-
一年内到期的长期借款 ²	19,300.00	-	-	-	-	-	-
长期借款	-	21,500.00	18,400.00	9,400.00	6,600.00	-	-
应付债券 ³	-	25,000.00	45,000.00	45,000.00	45,000.00	20,000.00	20,000.00
合计	34,450.00	46,500.00	63,400.00	54,400.00	51,600.00	20,000.00	20,000.00

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

2014年末公司资产负债率较上年升高11.81个百分点，为34.64%。2014年末公司流动比率和速动比率分别为9.02和3.04，较上年变化不大。但我们也注意到，公司流动资产中土地占比较高且大部分用于抵押，其他应收款的回收有一定不确定性，同时公司经营活动现金流对投资活动的保障较弱，公司短期偿债能力实际并不高。由于利润总额的降低，2014年公司EBITDA

²注：其中有 9,800 万元长期借款于 2015 年到期，但资产负债表中并未列入一年内到期的长期负债数额不一致。

³注：此处采用的是应付债券的面值，加总后与表 10 中扣除利息调整后的应付债券余额不一致。

较上年减少20.28%，为19,382.71万元。而由于有息债务的增加，EBITDA利息保障倍数降低至1.56。随着有息债务规模的迅速扩大，有息债务与EBITDA的比率也从上年的7.20增加到14.88，公司偿债压力显著增加。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2014年	2013年
资产负债率	34.64%	22.83%
流动比率	9.02	9.47
速动比率	3.04	2.44
EBITDA（万元）	19,382.71	24,313.11
EBITDA 利息保障倍数 ⁴	1.56	4.08
有息债务/EBITDA	14.88	7.20

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

土地使用权抵押有效提升了本期债券的信用水平，但公司尚未对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告

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。上述抵押资产均已办妥抵押登记手续。

根据抵押资产监管协议安排，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2015年5月末，公司尚未按协议约定，对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。若公司抵押土地评估价值出现波动，可能会对本期债券保障性有所影响。

七、或有事项

截止至2015年5月12日，公司对外担保余额共计130,100.00万元，占2014年末所有者权益的11.39%。被担保对象基本为政府相关单位，但仍存在一定或有负债风险。具体见附录八。

⁴注：审计机构无法提供资本化利息数额，此处采用现金流量表中“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”进行估算

八、评级结论

2014年灌南县经济发展态势良好，地方生产总值较上年增长10.10%，公共财政收入较上年增长15.02%。2014年公司共获得政府补贴16,694.96万元，占当年利润总额的99.30%。截至2014年末，公司资产总规模达174.76亿元，同比增加17.47%。期末土地资产原值总额108.85亿元，土地储备较充裕。作为本期债券抵押物的11宗国有土地使用权，2013年评估价值总计33.08亿元，为本期债券的安全偿还提供了保障。同时我们也注意到，受土地出让收入下降影响，灌南县2014年财政收入出现下滑、公司以往收入主要依赖于土地整理开发业务和工程建设业务，2014年收入主要依赖于工程建设业务自身盈利水平较弱、公司资产流动性较弱、2014年公司负债规模显著上升，并且2015年5月12日公司对外担保余额130,100.00万元，有一定或有负债风险。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用级别为AA，本期债券信用级别为AA+，维持评级展望为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
货币资金	23,354.48	23,185.61	16,722.01
应收票据	-	-	10.00
应收账款	41,397.30	31,148.42	24,806.16
预付款项	336,105.33	154,491.51	6,819.24
其他应收款	146,020.67	142,732.57	93,793.88
存货	1,078,627.33	1,013,563.59	645,955.88
流动资产合计	1,625,505.11	1,365,121.71	788,107.16
持有至到期投资	3,000.00	-	-
长期股权投资	8,134.63	13,909.63	19,516.40
投资性房地产	13,123.55	6,240.51	16,481.34
固定资产	19,192.43	12,035.62	6,985.39
在建工程	9,924.46	5,670.04	2,794.59
无形资产	68,712.50	84,692.11	86,926.92
非流动资产合计	122,087.57	122,547.90	132,704.64
资产总计	1,747,592.68	1,487,669.62	920,811.80
短期借款	15,150.00	17,840.00	17,190.00
应付票据	-	-	2,000.00
应付账款	8,705.67	8,741.23	3,395.61
预收款项	164.51	58.01	4,092.58
应付职工薪酬	98.21	176.07	182.38
应交税费	12,187.81	7,778.35	6,274.11
应付利息	11,855.65	5,909.04	-
其他应付款	120,843.54	85,182.88	38,902.95
一年内到期的非流动负债	9,500.00	17,100.00	3,100.00
其他流动负债	1,654.27	1,397.66	1,083.39
流动负债合计	180,159.65	144,183.25	76,221.02
长期借款	65,700.00	41,300.00	55,400.00
应付债券	198,001.31	98,897.48	-
长期应付款	5,520.32	7,600.44	9,698.00
专项应付款	155,911.80	47,714.80	1,004.80
非流动负债合计	425,133.43	195,512.72	66,102.80
负债合计	605,293.08	339,695.97	142,323.82
实收资本	36,000.00	36,000.00	36,000.00
资本公积	1,006,347.15	1,024,488.39	674,607.96

盈余公积	9,969.75	8,594.17	6,821.60
未分配利润	89,958.66	78,864.93	61,051.04
归属于母公司所有者权益合计	1,142,275.57	1,147,947.49	778,480.59
少数股东权益	24.02	26.16	7.39
所有者权益合计	1,142,299.59	1,147,973.65	778,487.98
负债和所有者权益总计	1,747,592.68	1,487,669.62	920,811.80

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、营业收入	66,285.20	60,895.90	62,795.91
减：营业成本	59,948.45	50,339.21	54,000.25
营业税金及附加	239.64	423.10	509.19
销售费用	348.89	399.91	330.88
管理费用	4,734.72	4,541.60	5,737.95
财务费用	703.96	915.24	2,712.66
资产减值损失	136.56	-133.91	-2,100.00
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-94.49	943.23	-2,492.66
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	78.50	5,353.98	-887.69
加：营业外收入	16,735.42	15,816.52	24,823.62
减：营业外支出	1.74	140.29	1,245.16
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	16,812.18	21,030.21	22,690.77
减：所得税费用	4,345.00	1,191.73	588.05
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	12,467.18	19,838.47	22,102.72

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
销售商品、提供劳务收到的现金	56,477.40	55,829.39	43,338.18
收到其他与经营活动有关的现金	21,849.53	21,882.66	27,652.25
经营活动现金流入小计	78,326.93	77,712.06	70,990.43
购买商品、接受劳务支付的现金	58,279.81	61,883.66	41,384.29
支付给职工以及为职工支付的现金	1,013.24	889.98	630.31
支付的各项税费	1,994.71	291.17	3,848.85
支付其他与经营活动有关的现金	6,390.52	11,059.30	7,005.91
经营活动现金流出小计	67,678.28	74,124.12	52,869.36
经营活动产生的现金流量净额	10,648.65	3,587.94	18,121.07
取得投资收益收到的现金	161.15	-	1,000.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	103.73	12.00	
投资活动现金流入小计	264.88	12.00	1,000.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	192,924.70	124,155.39	1,327.06
投资支付的现金	11,197.00	-	5,600.00
投资活动现金流出小计	204,121.70	124,155.39	43,993.25
投资活动产生的现金流量净额	-203,856.82	-124,143.39	-42,993.25
吸收投资收到的现金	-	20.00	
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	20.00	
取得借款收到的现金	51,150.00	131,790.00	42,110.00
发行债券收到的现金	98,650.00	-	
收到其他与筹资活动有关的现金	108,456.30	49,541.71	11,538.16
筹资活动现金流入小计	258,256.30	181,351.71	53,648.16
偿还债务支付的现金	37,040.00	32,890.00	25,714.13
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	12,428.06	5,955.88	2,822.58
支付其他与筹资活动有关的现金	15,411.21	15,486.78	1,266.30
筹资活动现金流出小计	64,879.27	54,332.66	29,803.01
筹资活动产生的现金流量净额	193,377.04	127,019.05	23,845.15
现金及现金等价物净增加额	168.87	6,463.60	-1,027.03
加：期初现金及现金等价物余额	23,185.61	16,722.01	17,749.04
期末现金及现金等价物余额	23,354.48	23,185.61	16,722.01

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	12,467.18	19,838.47	22,102.72
加：资产减值准备	136.56	-133.91	-2,100.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	735.72	1,048.09	1,285.42
无形资产摊销	1,834.81	2,234.81	2,742.22
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 （收益以“-”号填列）	23.54	117.54	-5.24
财务费用（收益以“-”号填列）	641.35	1,222.35	2,828.32
投资损失（收益以“-”号填列）	94.49	-943.23	2,492.66
存货的减少（增加以“-”号填列）	-65,063.74	-351,453.01	-375.89
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-64,961.56	82,834.11	-15,423.72
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-57,106.68	248,822.72	4,574.56
其他	-	-	-
经营活动产生的现金流量净额	10,648.65	3,587.94	18,121.07

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
有息债务（万元）	288,351.31	175,137.48	77,690.00
资产负债率	34.64%	22.83%	15.46%
流动比率	9.02	9.47	10.34
速动比率	3.04	2.44	1.86
综合毛利率	9.56%	17.34%	14.01%
总资产回报率	1.04%	1.75%	3.33%
EBITDA（万元）	19,382.71	24,313.11	29,556.18
EBITDA 利息保障倍数	1.56	4.08	10.42
期间费用率	8.73%	9.62%	13.98%

资料来源：公司2012-2014年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2014年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	持股比例	主营业务
江苏灌河投资发展有限公司	100%	投资开发
灌南县灌诚咨询服务有限公司	100%	投资、理财、咨询服务
连云港灌河投资担保有限公司	100%	贷款担保
灌南县兴民扶贫开发有限公司	100%	种植业、养殖业扶贫开发
灌南县金灌置业有限公司	100%	房地产开发
灌南县扬帆港务有限公司	99.62%	港口建设
江苏灌河半岛实业有限公司	100%	房地产开发
灌南县堆沟港实业有限公司	98%	港务工程
灌南县灌铁实业有限公司	100%	实业投资
灌南县广播电视网络有限公司	100%	广播电视传播
灌南县四通公路养护工程有限公司	100%	公路养护工程
灌南县灌河旅游发展有限公司	100%	旅游项目开发
灌南县三创交通投资有限公司	100%	交通工程施工
连云港市中新化工环保开发有限公司	100%	污水处理设备制造

资料来源：公司审计报告

附录六 截至2014年12月31日公司新增土地资产情况(单位:万元、 万平方米)

土地证编号	土地位置	土地面积	土地性质	土地用途	账面价值
灌国用(2014)第4046	灌南县新安镇镇中村	1.24	出让	商业	2,423.07
灌国用(2014)第4049	灌南县经一路南侧,经五路东侧	6.85	出让	商业	9,765.81
灌国用(2014)第4053	灌南县新安镇镇中村	2.31	出让	商业	4,508.01
灌国用(2014)第4056	灌南县新安镇长江路南侧,苏州南路西侧	2.19	出让	商业	4,261.92
灌国用(2014)第4058	灌南县李集乡朱圩村	1.02	出让	商业	1,226.28
灌国用(2014)第4059	灌南县新安镇迎宾大道,淮河路北侧	1.57	出让	商业	4,245.75
灌国用(2014)第4060	灌南县李集乡张庄村,新安镇公兴村	6.06	出让	商业	8,634.65
灌国用(2014)第4061	灌南县新安镇闸北村	11.27	出让	商业	20,294.10
灌国用(2014)第4062	灌南县灌河路南侧,扬州路东侧	1.92	出让	商业	5,183.73
灌国用(2014)第4063	灌南县新港大道北侧	4.46	出让	商业	7,036.04
灌国用(2014)第5050-5052,第5056-5066	水岸名苑小区(土地)	0.30	出让	住宅	681.44
合计		39.20			68,260.80

资料来源:公司提供

附录七 公司2014年审计报告追溯调整事项

会计差错更正的内容	处理程序	受影响的各个比较期间报表项目名称	2013年12月31日/2013年度
2012年政府拨入土地，公司2013年重复入账	董事会批准	存货	-411,285,200.00
		资本公积	-411,285,200.00
联营企业2013年度损益调整	董事会批准	长期股权投资	5,795,207.73
		投资收益	5,795,207.73
		盈余公积	579,520.77
		年初未分配利润	5,215,686.96
合计			-805,184,776.81

资料来源：公司2014年审计报告

附录八 截止至2015年5月12日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保债务还款日	担保方式
江苏裕灌现代农业科技有限公司	40,000.00	2019/4/17	单人担保
灌南县硕项湖自来水有限公司	25,000.00	2022/7/7	单人担保、抵押物担保
连云港灌河新农村发展建设有限公司	10,500.00	2018/7/1	单人担保、抵押物担保
江苏万年达建设有限公司	4,400.00	2015/9/5 2015/9/11 2016/3/12 2016/3/17	单人担保
江苏嘉隆工程建设有限公司连云港分公司	4,000.00	2016/1/7	单人担保
灌南县城市建设投资发展有限公司	4,000.00	2016/2/10	单人担保
江苏金路源交通发展集团有限公司	4,000.00	2015/12/9	单人担保
连云港灌河新农村发展建设有限公司	4,000.00	2016/3/4	单人担保
连云港硕项湖水务集团有限公司	4,000.00	2015/12/8	单人担保
连云港中新污水处理有限公司	3,500.00	2016/3/18	单人担保
灌南县经济适用房开发中心	3,000.00	2015-12-31 2019-9-30 2018-6-30 2016-12-31 2017-6-30 2017-12-31	单人担保
灌南县新区人民医院	3,000.00	2015/6/30	单人担保、抵押物担保
江苏省灌南中等专业学校	2,800.00	2015/5/18	单人担保
灌南县殡仪馆	2,200.00	2016-7-1 2015-12-25 2016-12-27 2017-5-25	单人担保、抵押物担保
灌南县新区医院	2,000.00	2016/2/4	单人担保
灌南隆恒实业有限公司	800.00	2016/1/3	单人担保
灌南县华嘉建筑材料有限公司	4,000.00	2015/6/23	抵押物担保
灌南县水利建筑工程有限公司	4,000.00	2015/6/11	抵押物担保
灌南县广播网络有限公司	3,000.00	2016/3/15	抵押物担保
灌南县自来水公司	1,900.00	2015/12/3	抵押物担保
合计	130,100.00		

资料来源：公司提供

附录九 主要财务指标计算公式

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

附录十 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

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