

2014 年江苏金灌投资发展集团有限公司

**公司债券 2018 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间
变更信用评级。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证券信用
评级的变化情况。

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>

2014年江苏金灌投资发展集团有限公司公司债券 2018年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第
【341】号 02

债券简称:

PR 苏金灌/14 金灌债

增信方式:

土地使用权抵押

债券剩余规模:

6.0 亿元

债券到期日期:

2021 年 04 月 08 日

债券偿还方式:

每年付息, 在债券存续
期的第 3-6 年每年末偿
还本金的 20%

分析师

姓名:

田珊 张伟亚

电话:

021-5103 5670

邮箱:

tiansh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法, 该评级方法已披露
于公司官方网站。

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

2018 年 06 月 04 日

2017 年 06 月 09 日

评级观点:

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 2014 年 4 月 8 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2018 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外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础; 公司营业收入持续增长, 业务具有一定可持续性; 公司获得的外部支持力度较大; 国有土地使用权抵押有效提升了本期债券的安全性。同时我们也关注到了公司资产流动性一般; 在建与拟建项目规模较大, 面临较大的资金压力; 公司面临一定的债务压力; 对外担保规模较大, 存在一定或有负债风险; 抵押资产的价值变化可能对本期债券安全偿还产生影响等风险因素。

正面:

- 外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础。2017 年灌南县地区生产总值为 342.21 亿元, 按照可比价格计算, 同比 7.0%, 整体区域经济保持良好增长态势。
- 公司营业收入增长, 业务具有一定可持续性。2017 年公司实现营业收入 10.11 亿元, 较上年增长 8.20%, 工程建设业务收入规模稳定并有所增长。截至 2017 年底, 公司在建及拟建项目总投资金额达 42.02 亿元, 工程体量较大, 业务具有一定可持续性。
- 公司获得的外部支持力度较大。2017 年公司获得政府补助 3.00 亿元, 在一定程度上提升公司的整体利润水平; 公司获得政府无偿划拨的灌南硕项湖投资发展有限公司和灌南县自来水有限公司, 2017 年资本公积相应确认增加 2.60 亿元, 增强了

公司的资本实力；2017 年公司获得政府增资 2.40 亿元。

- **国有土地使用权抵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 年价值评估总价共计 33.08 亿元，为本期债券的安全偿还提供了较好的保障。

关注：

- **资产流动性一般。**2017 年末公司资产以存货和其他应收款占比较多，其中存货规模为 114.76 亿元，占总资产的比重为 46.53%，存货多为土地，其中已抵押土地账面价值占比为 60.12%；其他应收款规模 48.16 亿元，占总资产比重 19.52%，主要系应收政府部门和施工企业往来款及工程款，回款时间均有一定不确定性，公司资产整体流动性一般。
- **有息债务规模较大，且增速较快，公司面临一定的债务压力。**2015-2017 年末，公司有息债务分别达 293,250.38 万元、451,296.95 万元和 751,217.97 万元；2015-2017 年末公司有息负债复合增长率达 60.05%，有息负债规模增速较快，面临一定的债务压力。
- **公司在建、拟建项目投资规模较大，面临较大的资金压力。**截至 2017 年 12 月底，公司在建、拟建项目预计总投资 42.02 亿元，已投入 9.76 亿元，尚需投资 32.26 亿元，资金支出压力较大。
- **公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外担保余额共计 45.40 亿元，占年末所有者权益的比例为 30.88%，其中对民营企业担保余额 3.66 亿元，存在一定或有负债风险。
- **抵押资产的价值变化可能对本期债券安全偿还产生影响。**截至 2018 年 4 月末，公司尚未按协议约定，对本期债券抵押土地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。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,466,390.72	2,180,125.29	1,739,673.44
所有者权益（万元）	1,470,415.38	1,386,322.28	1,155,457.72
有息债务（万元）	751,217.97	451,296.95	293,250.38
资产负债率	40.38%	36.41%	33.58%
流动比率	8.49	6.29	10.07
速动比率	3.85	2.48	3.37

营业收入（万元）	101,076.39	93,413.00	67,814.25
营业利润（万元）	32,142.63	1,036.47	2,896.69
营业外收入（万元）	15.53	30,840.97	11,519.65
其他收益（万元）	30,000.00	-	-
利润总额（万元）	31,937.05	31,666.73	14,228.77
综合毛利率	11.58%	12.61%	11.74%
总资产回报率	1.41%	1.64%	0.83%
EBITDA（万元）	44,484.63	40,794.67	17,941.62
EBITDA 利息保障倍数	1.28	2.43	0.95
经营活动现金流净额（万元）	-36,165.65	115,752.86	30,064.33

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

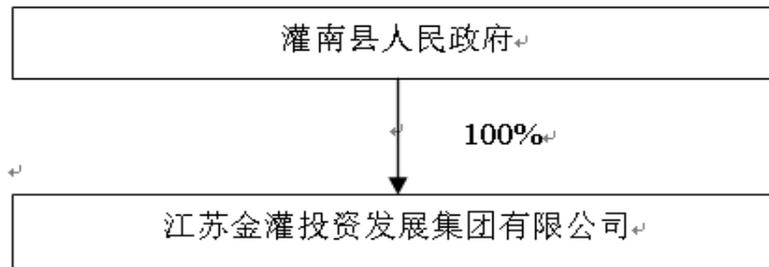
一、 本期债券募集资金使用情况

公司于2014年4月8日公开发行2014年期10亿元公司债券，募集资金拟用新建灌南县南环路一期工程、新建灌南县南环路二期工程、新建灌南县东环路工程、灌南县迎宾大道改建工程。截至上次跟踪评级，本期债券募集资金已全部用于募投项目，募投项目已全部建设完毕。

二、 发行主体概况

截至2017年底，公司名称为江苏金灌投资发展集团有限公司，未发生变化；公司注册资本由上年末36,000万元增至60,000万元；控股股东和实际控制人均为灌南县人民政府，未发生变化。截至2018年3月31日，公司控股股东和实际控制人均为灌南县人民政府，公司产权及控制关系如下图1所示。

图1 截至2018年3月31日公司股权结构图



数据来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年末，公司纳入合并报表范围的子公司共27家，详见附录五。2017年公司合并范围新增海西国际投资有限公司、连云港市硕灌实业有限公司、连云港化工产业园区投资发展有限公司、连云港中新污水处理有限公司、灌南县晟灌实业有限公司、连云港灌河金融控股有限公司、灌南县畅达市政工程建设有限公司、灌南县硕项湖自来水有限公司、灌南县自来水有限公司、硕灌融资租赁（深圳）有限公司和连云港市灌南县润灌科技小额贷款有限公司等11家子公司；2017年公司合并范围不再纳入灌南县扬帆港务有限公司、江苏灌河半岛实业有限公司、灌南县灌铁实业有限公司和灌南县碧海园林绿化有限公司等4家子公司。

截至2017年12月31日，公司资产总额为246.64亿元，所有者权益为147.04亿元，资产负债率为40.38%；2017年度，公司实现营业收入10.11亿元，利润总额3.19亿元，经营活动

现金流净流出3.62亿元。

三、 外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017 年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率

市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 1 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50 号)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62 号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87 号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97 号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266 号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式,扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92 号)	财政部	严格新 PPP 项目入库标准,清理已入库 PPP 项目
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194 号)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格 PPP 模式适用范围,严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

灌南县经济发展状况良好,主要经济指标增长较快

截至2017年底,灌南县户籍人口81.91万人;2017年灌南县实现地区生产总值342.21亿元,按可比价格计算,同比增长7.0%;2017年灌南县按常住人口计算的人均GDP为53,794元,是全国人均水平的90.17%。2017年灌南县第一产业、第二产业和第三产业增加值分别为54.02亿元、163.19亿元和125.00亿元,三次产业结构由2016年的16.79:47.19:36.02调整至2017年的15.78:47.69:36.53,第二产业占比略有提升。投资是拉动灌南县经济增长的重要因素,2017年全县规模以上固定资产投资达252.61亿元,同比增长15.80%,其中工业投资169.23亿元,服务业投资79.08亿元。

工业经济方面,2017年全县实现规模以上工业总产值418.69亿元,较上年增长20.81%,

实现增加值79.2亿元，比上年增长7.3%。利润总额22.96亿元，较上年增长16.76%。2017年全县高新技术产业实现产值167.1亿元，较上年增长16.5%，占全县规模以上工业产值的比重为39.91%，高新技术产业发展迅速，对全县工业总产值增长的贡献率达32.82%，拉动全县工业总产值增长6.8个百分点。总体来看，灌南县经济发展状况良好，主要经济指标增长较快，工业经济发展态势良好。

表 2 2016-2017 年灌南县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	342.31	7.0%	306.80	7.5%
第一产业增加值	54.02	3.8%	51.51	2.4%
第二产业增加值	163.19	7.6%	144.78	7.8%
第三产业增加值	125.00	7.7%	110.51	9.6%
固定资产投资	252.61	15.8%	218.06	21.1%
社会消费品零售总额	104.12	11.3%	93.52	12.0%
进出口总额（亿美元）	2.65	17.8%	2.25	0.4%
存款余额	228.76	26.8%	180.44	-
贷款余额	123.76	-7.7%	134.09	-
人均 GDP（元）		53,794		47,429
人均 GDP/全国人均 GDP		90.17%		89.72%

资料来源：2016-2017 年灌南县国民经济和社会发展统计公报

灌南县地方综合财力有所增长，但主要依赖政府性基金收入增长；受“营改增”影响，公共财政收入减少，财政自给率降低

2017 年灌南县地方综合财力为 71.97 亿元，较上年增长 17.47%，主要受政府性基金收入增长的影响。从财政收入结构来看，2017 年的公共财政收入为 21.88 亿元，占比为 30.41%，较上年下降 6.21 个百分点，主要系地方税收收入减少所致；2017 年政府性基金收入占比为 27.95%，较上年增加 10.63 个百分点；2017 年上级补助收入占比为 41.64%，较上年下降 4.42 个百分点。

2017 年灌南县实现公共财政收入 21.88 亿元，较上年减少 2.45%。2017 年公共财政收入中，税收收入占比 77.71%，较上年降低 8.45 个百分点。灌南县地方税收以营业税、契税等为主，公共财政收入的质量下降，主要系当地于 2017 年仍实行“营改增”所致。上级补助收入是灌南县财政收入的重要来源，2017 年灌南县共获得上级补助收入 29.97 亿元，较 2016 年增长 6.20%，主要来自于返还性收入的增加，但上级补助收入存在一定不确定性。受土地出让市场的影响，灌南县政府性基金收入增长较多，2017 年灌南县政府性基金收入为 20.11 亿元，较上年增长 89.60%。灌南县政府性基金收入易受当地房地产市场和

土地交易市场行情影响，未来仍存在一定波动可能性。

2017年，灌南县财政支出为71.10亿元，较上年增长13.15%。其中，2017年公共财政支出为48.77亿元，较上年增长1.52%；2017年灌南县财政自给率下降至44.87%，较上年降低1.82个百分点，公共财政收入对公共财政支出的保障程度有所下滑。

表3 2016-2017年灌南县财政收支情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
地方综合财力	719,659	612,610
（一）公共财政收入	218,840	224,336
其中：税收收入	170,063	193,289
非税收收入	48,777	31,047
（二）上级补助收入	299,698	282,196
其中：返还性收入	53,224	13,816
一般性转移支付收入	152,165	192,167
专项转移支付	94,309	76,213
（三）政府性基金收入	201,121	106,078
其中：土地出让收入	185,200	92,116
财政支出	711,013	628,374
（一）公共财政支出	487,720	480,435
（二）政府性基金支出	223,293	147,939
财政自给率	44.87%	46.69%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出；

资料来源：灌南县财政局

四、经营与竞争

2017年公司营业收入较上年增长8.20%；工程建设业务和水务（含污水处理和供水业务等）收入仍然是公司营业收入的主要构成部分，2017年分别同比增长12.50%和21.77%；公司于2016年取得土地整理开发收入，但2017年将该业务重新分类为工程建设收入；公司另有部分收入来自物业租赁、广播电视传播和担保等业务，收入占比相对较小。受业务构成变化及工程建设业务和水务业务毛利率下降的影响，公司整体毛利率有一定下降。

表4 2016-2017年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	72,922.75	7.32%	64,821.73	7.47%
水务	24,800.62	20.25%	20,366.22	25.27%
土地整理开发	-	-	3,531.33	10.43%
销售收入	1,170.81	32.05%	2,648.57	1.00%

物业租赁	1,502.56	27.43%	1,187.14	52.88%
其他	314.79	60.06%	260.57	63.81%
主营业务收入合计	100,711.53	11.26%	92,815.55	12.04%
广告收入	288.34	100.00%	509.24	100.00%
其他	76.52	100.00%	88.21	100.00%
其他业务合计	364.86	100.00%	597.45	100.00%
合计	101,076.39	11.58%	93,413.00	12.61%

注：主营业务中“其他”项目含广播电视传播和担保业务收入；2017年工程建设业务收入含土地整理开发业务收入

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

公司收入的大部分来源仍然为工程建设收入，该业务收入较为平稳；目前公司在建项目较多，未来收入来源有一定保障，但后续资金投入压力较大

公司是灌南县重要的城市基础设施建设主体，灌南县人民政府将灌南县内道路、安置房、水源改造等基础设施工程建设项目委托公司代建。由公司负责项目前期工作和建设，并可通过市场进行融资。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比例的代建费与政府进行结算。公司通过公开招标将项目外包给施工单位，并每年按工程进度支付施工费用。

2017年，公司建设完工了灌南县东环路工程等项目，实现工程代建收入72,922.75万元，工程建设收入规模较为稳定。由于政府对不同项目工程款的实际拨付加成比例不同，2017年该业务的毛利率为7.32%，较上年小幅下降。“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，回购款合计39.44亿元，2021年回购完毕。截至2017年12月底，上述工程结算进度与回购协议不符，已确认7.12亿元回购收入，低于回购协议规定的金额14.34亿元，且2017年未确认回购收入。“14金灌债”的4个募投项目回购款合计42.29亿元，按回购协议于2022年回购完毕，截至2017年底，已实现18.38亿元回购收入，超出协议规定的13.77亿元。

表5 2017年公司工程建设业务确认收入情况（单位：万元）

项目名称	收入	成本
灌南县东环路工程	60,678.87	56,189.46
棚改项目	8,939.66	8,278.25
土地增减挂钩	1,568.69	1,476.31
道路建设及应急基地项目	1,735.52	1,639.96
合计	72,922.75	67,583.99

数据来源：公司提供，鹏元整理

公司在建基础设施工程主要为棚户区改造工程，该项目系政府回购项目，公司已与灌南县人民政府签订回购协议；硕项湖大酒店装修工程、灌南县金融中心工程建成后均为公

司自行运营，获取酒店经营、写字楼出售和出租收入。拟建项目包括金灌置业房地产项目和城乡污水处理厂提升改造及管网工程，均为自营项目。截至2017年12月末，在建、拟建项目预计总投资合计42.02亿元，已投入9.76元，尚需投资32.26亿元，资金压力较大。

表 6 截至 2017 年 12 月 31 日公司在建、拟建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	项目 总投资	项目 已投资
棚户区改造工程	216,250.41	85,000.00
污水处理工程	5,055.44	3,500.00
硕项湖大酒店装修工程	10,000.00	5,500.00
灌南县金融中心工程	32,000.00	3,600.00
金灌置业房地产项目	110,000.00	-
城乡污水处理厂提升改造及管网工程	46,909.43	-
合计	420,215.28	97,600.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

土地整理业务的模式是由灌南县国土资源局与公司签订《土地增减挂钩工程协议》，公司获得政府授权从事灌南县土地增减挂钩工作。公司将土地开发整理款项按计划支付给灌南县所辖11个乡镇，由各乡镇进行土地整理，相关土地达到预定条件后，由公司上报灌南县国土资源局，灌南县国土资源局确认将相应地块的开发成本加成一定比例收益返还给公司作为公司土地整理收入。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，2016年公司确认3,531.33万元土地开发整理收入，2017年由于土地整理收入较少，将该部分收入合并计入工程建设收入。

2017年公司实现土地整理收入1,568.69万元,较上年下降较多。截至2017年底，公司存货中尚有土地5,801.42万平方米，土地用途多为商业用地和综合用地，入账价值93.50亿元，其中56.21亿元已用于抵押。公司土地一级开发业务规模受当地房地产市场及土地交易市场影响较大，该业务未来收入规模存在不确定性。

表 7 2016-2017 年公司土地整理收入明细（单位：万元、亩）

地块位置	总投资金额	土地面积	确认收入金额	土地性质
李集乡	75.18	10.74	84.20	集体建设用地
汤沟镇	27.00	3.86	30.24	集体建设用地
孟兴庄镇	345.51	57.59	386.97	集体建设用地
张店镇	194.20	32.37	217.50	集体建设用地
北陈集镇	135.08	19.30	151.29	集体建设用地
三口镇	381.20	54.46	426.94	集体建设用地
百禄镇	752.24	107.51	842.84	集体建设用地
新集镇	1,252.10	178.88	1,391.33	集体建设用地

2016 年合计	3,162.80	464.68	3,531.33	-
孟兴庄镇	574.58	191.93	307.52	工矿及居民点用地
张店镇	230.94	38.49	54.19	工矿及居民点用地
三口镇	483.78	80.3	115.72	工矿及居民点用地
百禄镇	129.72	259.44	368.89	工矿及居民点用地
新集镇	760.96	414.04	722.36	工矿及居民点用地
2017 年合计	2,179.98	984.2	1,568.69	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

租赁、广播电视传播、担保和广告业务对公司收入来源形成有益补充

除工程建设业务外，公司收入来源还有租赁、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。2017年公司实现租赁收入1,502.56万元，较上年增长较多，出租率仍为100%，系公司持有的办公楼等物业租赁给政府相关部门实现的收入，该收入未来预期比较稳定；2017年公司租赁业务毛利率下降较多，系会计处理将原计入费用的折旧确认为营业成本所致。

公司广播电视传播和广告业务由子公司灌南县广电网络有限公司负责运营，广播电视传播业务收入包括数字化改造费用、有线电视费等，随着灌南县有线电视工程改造的逐步完工，且2017年有线电视费收费权不再归公司所有，2017年广播电视业务收入下降较多，实现收入26.69万元。2017年公司广告收入下降较多，且截至2017年末灌南县有线电视网络已覆盖90%以上的住户，未来广告收入增长空间有限。

公司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就业、创业的农村妇女¹，具有一定政策功能。2017年，该业务收入随着对外担保余额的增长而增长较多。截至2017年末，公司担保业务共93笔，其中产生不良余额1,196.13万元，不良率为4.55%，不良余额已全部代偿。

政府划拨的水务资产提高了公司收入规模和盈利能力

硕项湖水务集团成立于2014年10月，由县政府出资，为县属国有企业，注册资金1.4亿元，现有职工207人。集团下设硕项湖自来水有限公司、田楼自来水有限公司、硕项湖纯净水有限公司、灌南县畅达市政工程建设有限公司、灌南县自来水有限公司、灌南县硕项湖投资发展有限公司、灌南海西污水处理有限公司，主要负责县域82万人口生活供水，污水处理及县域供水设施与设备维护等。

硕项湖水务集团污水收集和处理量稳步上升，推动污水处理收入小幅增长，2017年污

¹根据江苏省财政厅苏财社【2009】201号、苏财社【2010】222号文件精神，结合我县实际情况，在县委县政府的领导下出台了《灌南县促进妇女就业创业小额担保贷款实施方案》，明确广大妇女同志为贷款对象，联合县妇联、社保局、财政局、农商行等多个部门，以公务员、事业编等公职人员信用担保为主要反担保措施，单笔业务不超10万元。

水处理业务收入较上年增长4.09%。

表 8 硕项湖水务集团污水处理业务

项目	2017年	2016年
污水收集量（万吨）	938.17	898.69
污水处理量（万吨）	938.17	892.40
污水处理收入（万元）	9149.51	8,790.06

数据来源：公司提供，鹏元整理

2017年灌南县水价基本稳定，硕项湖水务集团管网规模和供水能力不断扩大，目前供水设计能力达到16万吨/日，实际供水能力达12万吨/日，主管网规模176公里，环状支管道282公里，三级管网990公里。受此推动，2017年公司售水量同比增长4.87%；但由于公司在灌南县农村乡镇地区未能普遍执行阶梯水价，农户多以100元/年/户缴纳水费，加上农村供水管网存在一定老化而造成损耗，公司水务业务毛利率受到一定影响。预计随着农村地区三级管网体系的完善，供水收入和毛利率将有一定修复。

表 9 灌南县水价

项目级别	户均年用水量（吨）	到户价格（元/吨）			
	每户4人及以下	基本水价	污水处理费	水资源费	合计
居民：第一级	≤192	1.60	1.05	0.2	2.85
居民：第二级	>192≤300的部分	2.40	1.05	0.2	3.65
居民：第三级	>300的部分	4.80	1.05	0.2	6.05
工商服务业用水		1.90	1.15	0.2	3.25
特种行业类用水		3.25	1.15	0.2	4.60

数据来源：公司提供，鹏元整理

表 10 硕项湖水务集团供水业务

指标名称	2017年	2016年
售水量（万吨）	2,659.04	2,535.55

数据来源：公司提供，鹏元整理

公司持续受到较大力度的外部支持

作为灌南县重要的城市基础设施建设主体，灌南县政府对公司的支持力度较大，2017年向公司无偿划拨了灌南硕项湖投资发展有限公司、灌南县自来水有限公司，资本公积于2017年相应增加2.60亿元；根据灌国资发[2017]48号文，灌南县人民政府于2017年向公司无偿划拨了连云港化工产业园区投资发展有限公司，2017年末该公司净资产达11.32亿元，2017年实现营业收入3,535.84万元，实现亏损644.93万元；2017年灌南县人民政府向公司增资了2.40亿元实收资本。

此外，根据灌财发[2017]89号文，2017年公司获得政府补助30,000.00万元，政府对公司的支持在一定程度上提升了公司的资金实力及总体利润水平。

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2016年审计报告和中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2017年公司合并范围新增海西国际投资有限公司、连云港市硕灌实业有限公司、连云港化工产业园区投资发展有限公司、连云港中新污水处理有限公司、灌南县晟灌实业有限公司、连云港灌河金融控股有限公司、灌南县畅达市政工程建设有限公司、灌南县硕项湖自来水有限公司、灌南县自来水有限公司、硕灌融资租赁（深圳）有限公司和连云港市灌南县润灌科技小额贷款有限公司，2017年公司合并范围不再纳入灌南县扬帆港务有限公司、江苏灌河半岛实业有限公司、灌南县灌铁实业有限公司和灌南县碧海园林绿化有限公司。截至2017年底，公司纳入合并范围的子公司共27家，详见附录五。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，资产结构较为稳定，但应收款项和存货占比较大，且抵押资产占比较大，整体流动性一般

截至2017年末，公司资产规模为246.64亿元，受新增合并范围以及业务持续发展影响，较上年增长13.13%。公司资产结构以流动资产为主，2017年末流动资产占总资产比例为85.06%，较上年小幅提升。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。由于公司银行借款和发行债券规模增加，货币资金规模攀升较快，2017年底公司货币资金达31.40亿元，较上年增长128.34%，其中其他货币资金4.60亿元，均为保函保证金等受限资产，货币资金受限比率为14.66%。公司应收账款绝大部分为应收灌南县财政局的工程代建款，2017年末应收账款余额达9.75亿元，较上年小幅增加，其中已有8.42亿元应收账款被质押。公司预付款项主要系预付工程款，2017年末预付款项余额达2,936.63万元，较上年下降较多，主要是完工结转所致。2017年末公司其他应收款规模较上年增长77.18%至48.16亿元，其他应收款主要系应收灌南县国土资源局、灌南县水利建筑工程有限公司、连云港化工园区管委会、连云港化工园区管委会和连云港灌河新农村发展建设有限公司的工程款及往来款，前五名债务人欠款合计占比80.65%，集中度较高，欠款方多为政府相关单

位及与公司有业务往来的施工单位，回收风险较小，但实际回收时间存在较大不确定性，对公司资金形成了较大的占用。公司存货包括待开发成本、工程施工、原材料等，2017年末公司存货资产规模较上年小幅增长至114.76亿元，但占总资产的比例下降至 46.53%。截至2017年末，公司存货中含土地5,801.42万平方米，土地用途多为商业用地和综合用地，入账价值93.50亿元，其中56.21亿元的土地已用于借款抵押，占存货余额的48.98%。

公司非流动资产以无形资产和固定资产为主，公司无形资产多为土地使用权，2017年末为16.56亿元，较上年下降11.44%。2017年末无形资产中已有账面价值3.53亿元的土地使用权用于抵押，土地性质全部系国有土地出让，主要集中在灌南县新安镇，大部分用途为商业用地，另有少量商住、住宅和公共设施用地，详见附录七。无形资产中含公益性资产3.03亿元。

2017年，受在建工程转固定资产和新增纳入合并范围的子公司影响，公司固定资产同比增长30.25%至14.47亿元；固定资产主要为房屋建筑物，固定资产中含公益性资产0.28亿元。受公司工程建设和完工进度影响，2017年末公司在建工程余额为3.13亿元，较上年有所下降。

整体来看，公司资产规模和资产结构较为稳定，2017年末资产中应收政府相关部门及部分民营公司的款项和土地资产占比较高，应收款项回收时间存在不确定性，全部土地资产中，账面价值占比54.45%的部分用于抵押，整体资产流动性一般。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	313,992.12	12.73%	137,512.13	6.31%
应收账款	97,519.99	3.95%	95,171.03	4.37%
预付款项	2,936.63	0.12%	168,048.70	7.71%
其他应收款	481,557.36	19.52%	271,792.29	12.47%
存货	1,147,621.36	46.53%	1,097,938.35	50.36%
流动资产合计	2,097,925.65	85.06%	1,811,662.50	83.10%
固定资产	144,732.97	5.87%	111,116.53	5.10%
在建工程	31,291.77	1.27%	46,560.92	2.14%
无形资产	165,567.39	6.71%	186,964.68	8.58%
非流动资产合计	368,465.07	14.94%	368,462.79	16.90%
资产合计	2,466,390.72	100.00%	2,180,125.29	100.00%

注：2017 年在建工程与经营信息中在建和拟建项目已投资额相差较大，系公司所投资项目有相当部分为建设方垫资

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入增长，综合毛利率有所下降；总体利润水平对政府补贴依赖程度高

2017年公司营业收入同比增长8.20%，收入结构有一定调整，2017年土地整理收入下降较多，水务业务毛利率下降，综合毛利率由上年的12.61%降至11.58%。由于2016年公司合并范围增加较多，管理费用有所增加，而2017年公司将原属于营业外收入科目的政府补贴计入其他收益，且管理费用有所下降，因此营业利润上升较多。另外，公司作为灌南县主要的城市基础设施建设主体，2016-2017年公司获政府补贴分别达3.08亿元和3.00亿元，较大程度提高了公司总体的利润水平，政府补贴占当年利润总额比重分别为97.20%和93.93%，总体利润水平对政府补贴依赖程度较高。

表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年
营业收入	101,076.39	93,413.00
营业利润	32,142.63	1,035.40
营业外收入	15.53	30,840.97
其他收益	30,000.00	-
利润总额	31,937.05	31,666.73
综合毛利率	11.58%	12.61%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金转为净流出，在建项目投资需求较大，资金支出压力较大

2017年公司收现比由上年1.26降至0.74，经营活动现金流表现不佳；2017年公司经营活动现金流由上年净流入115,752.86万元转为净流出36,165.65万元。

公司投资活动现金支出主要用于购置土地（未获得权证）和固定资产等，随着公司土地整理开发业务增加，以及购买结构性理财产品等支出，投资活动现金净流出额有所增加。为解决运营资金需求，公司主要通过银行借款、发行债券等方式筹集资金，灌南县政府向公司拨付的专项资金亦是公司现金的重要来源。2017年，公司筹资活动频繁，银行借款和发行债券增加，筹资活动现金流流入较多。截至2017年末，公司在建、拟建项目预计总投资合计42.02亿元，尚需投资32.26亿元，资金支出压力较大。

表 13 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	0.74	1.26

销售商品、提供劳务收到的现金	74,670.81	117,661.58
收到的其他与经营活动有关的现金	83,454.60	101,723.73
经营活动现金流入小计	158,125.42	219,385.31
购买商品、接受劳务支付的现金	67,663.76	40,161.51
支付的其他与经营活动有关的现金	122,903.74	61,802.22
经营活动现金流出小计	194,291.06	103,632.45
经营活动产生的现金流量净额	-36,165.65	115,752.86
投资活动产生的现金流量净额	-160,823.97	-40,474.21
筹资活动产生的现金流量净额	374,394.61	48,205.61
现金及现金等价物净增加额	177,405.00	123,484.26

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司债务规模显著增长，有息债务规模较大，存在一定的短期偿债压力

随着政府资产的注入及经营未分配利润的积累，2017年末公司所有者权益同比增长6.07%至147.04亿元。随着2017年公司银行借款和应付债券余额不断增加，并获得政府预付的工程配套资金，负债规模显著攀升，2017年末公司负债总额达99.60亿元，较上年末增长25.47%。由于负债规模增长幅度超过所有者权益增长，2017年末公司产权比为67.73%，较上年末增加10.47个百分点，净资产对于债务保障程度仍然较好。

表 14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	995,975.34	793,803.02
所有者权	1,470,415.38	1,386,322.28
产权比	67.73%	57.26%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以非流动负债为主，2017 年末占比由上年末的 63.73% 提升至 75.20%。公司 2017 年末有息负债期末余额为 75.12 亿元，较上年末增长 66.46%；有息负债占公司负债总额比例由上年末的 56.85% 提升至 75.43%。

公司流动负债主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债和应交税费等构成。2017 年末，公司其他应付款主要为应付硕项湖指挥部、灌南县住建局、灌南县财政局、灌南县碧海园林绿化有限公司和江苏万年达建设集团公司的往来款项，2017 年末其他应付款余额为 7.46 亿元，较上年末减少较多。2017 年末，公司一年内到期的非流动负债系 2018 年内到期需偿还的长期借款和应付债券，合计 7.14 亿元，其中一年内到期的应付债券 4.50 亿元。应交税费主要系应交增值税、土地使用税、企业所得税等，2017 年末余额为 1.91 亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和专项应付款、长期应付款构成。2017年末公司长期借款余额33.17亿元，其中包括抵押借款4.97亿元、保证借款12.38亿元、质押借款12.82亿元和信用借款3.00亿元，长期借款规模较上年末增长41.88%。2017年末公司应付债券余额包括“13金灌债”、“14金灌债”、“17金灌投资MTN001”、“17金灌投资MTN002”和“17金灌债”，债券发行面值分别为10亿元、10亿元、5亿元、5亿元和4亿元，发行利率分别为6.4%、7.9%、6%、5.55%和7.5%；经利息调整后，2017年末公司应付债券余额达22.28亿元，较上年末增长72.65%。专项应付款主要是政府拨付的建设项目专项资金，2017年专项应付款主要包括财政局铜灌小区配套资金、财政局新东佳苑配套资金、南环路一期、二期，东环路、迎宾大道等项目。2017年公司专项应付款的减少，主要是保障性住房项目政府配套资金应付款减少3.07亿元。公司2017年末长期应付款达8.00亿元，系公司与南京银行签订的2017年第一期债权融资计划、2017年第二期债权融资计划以及江苏银行债权融资计划，利率水平在5.4%-5.5%左右。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
应交税费	19,144.35	1.92%	20,232.34	2.55%
其他应付款	74,602.79	7.49%	150,502.21	18.96%
一年内到期的非流动负债	71,390.00	7.17%	79,640.00	10.03%
流动负债合计	246,961.77	24.80%	287,890.63	36.27%
长期借款	331,693.25	33.30%	233,792.00	29.45%
应付债券	222,824.72	22.37%	129,064.95	16.26%
长期应付款	80,000.00	8.03%	-	-
专项应付款	114,495.60	11.50%	143,055.43	18.02%
非流动负债合计	749,013.57	75.20%	505,912.39	63.73%
负债合计	995,975.34	100.00%	793,803.02	100.00%
有息负债	751,217.97	75.43%	451,296.95	56.85%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

从有息负债的偿还期限来看，随着长期借款和应付债券的集中到期，2018年公司需偿付的有息债务规模为11.67亿元，2019-2020年公司逐年分别需要偿还有息债务本金16.45亿元和17.05亿元，公司面临一定的短期偿债压力。

表 16 截至 2017 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年及以后
短期借款	40,600.00	-	-	-
应付票据	4,710.00	-	-	-

长期应付款	-	-	80,000.00	-
一年内到期的非流动负债	71,390.00	-	-	-
长期借款	-	119,543.25	70,450.00	141,700.00
应付债券	-	45,000.00	20,000.00	157,824.72
合计	116,700.00	164,543.25	170,450.00	299,524.72

资料来源：公司提供，鹏元整理

从偿债能力指标来看，公司 2017 年末资产负债率由上年末的 36.41% 上升至 40.38%；2017 年末公司流动比率和速动比率均有所改善，分别达 8.49 和 3.85。考虑到公司流动资产中土地和应收款项占比较高，待开发土地相当部分已用于抵押，应收账款和其他应收款的回收时间存在不确定性，公司短期偿债能力较弱。2017 年公司 EBITDA 有所增长，但随着公司有息负债规模增加，偿债负担加重，公司 EBITDA 利息保障倍数仍出现下降，息税折旧摊销前利润对于债务利息的保障程度一般。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	40.38%	36.41%
流动比率	8.49	6.29
速动比率	3.85	2.48
EBITDA（万元）	44,484.63	40,794.67
EBITDA 利息保障倍数	1.28	2.43
有息债务/EBITDA	16.89	11.06

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

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出具的评估报告（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，为本期债券本金总额的 3.31 倍，剩余本金金额的 5.51 倍。上述抵押资产均已办妥抵押登记手续。

表 18 本期债券抵押资产明细（单位：平方米、万元）

地块位置	土地用途	使用权类型	面积	评估价值
灌国用（2012）第 882 号	物流仓储	出让	2,410,251	41,129

灌国用（2013）第 0808 号	综合	划拨	3,502,103	34,538
灌国用（2013）第 0809 号	综合	划拨	2,594,748	25,849
灌国用（2013）第 0810 号	综合	划拨	2,595,709	25,599
灌国用（2013）第 0811 号	综合	划拨	1,252,755	12,355
灌国用（2013）第 0812 号	综合	划拨	739,649	7,368
灌国用（2013）第 0813 号	综合	划拨	1,753,635	17,294
灌国用（2013）第 0814 号	综合	划拨	3,339,323	32,932
灌国用（2013）第 0815 号	综合	划拨	4,311,315	42,518
灌国用（2013）第 0816 号	综合	划拨	4,373,657	43,133
灌国用（2013）第 0817 号	综合	划拨	4,876,388	48,091
合计	-	-	31,749,533	330,806

资料来源：本期债券募集说明书

根据抵押资产监管协议安排，在本期债券存续期间内，公司应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。但截至2018年4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、或有事项分析

截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外担保余额共计 454,008.00 万元，占年末所有者权益的比例为 30.88%，担保对象包括政府下属单位以及部分民营企业和自然人，其中对民营企业（含自然人）的担保金额合计 36,608.00 万元，占比 8.06%，公司对民营企业（含自然人）的担保均已采取反担保措施，对非民营企业担保均未采取反担保措施。公司对民营企业的担保包含从事担保业务的子公司对外担保，其担保金额占公司对外担保余额的 3.11%。公司对外担保余额规模较大，存在一定的负债风险。

表 19 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保明细（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否民营企业	是否有反担保措施
江苏裕灌现代农业科技有限公司	25,000.00	2019/4/22	是	是
灌南县城建设投资有限公司	102,400.00	2042/6/25	否	无
灌南县城建设投资有限公司	28,000.00	2025/12/28	否	无
灌南县城建设投资有限公司	4,000.00	2018/2/28	否	无
灌南县城建设投资有限公司	7,000.00	2021/8/29	否	无

发展有限公司				
灌南县城市建设投资发展有限公司	140,000.00	2041/12/12	否	无
灌南县城市建设投资发展有限公司	9,000.00	2022/1/17	否	无
灌南县城市建设投资发展有限公司	22,300.00	2035/8/22	否	无
连云港灌河新农村发展建设有限公司	1,000.00	2020/9/30	否	无
连云港灌河新农村发展建设有限公司	20,000.00	2021/1/5	否	无
灌南县汤臣实业有限公司	13,500.00	2025/6/1	否	无
江苏金路源交通发展集团有限公司	3,300.00	2025/10/19	否	无
江苏金路源交通发展集团有限公司	5,900.00	2026/1/19	否	无
江苏金路源交通发展集团有限公司	5,000.00	2021/9/8	否	无
灌南腾升投资有限公司	5,000.00	2018/6/27	否	无
灌南腾升投资有限公司	4,500.00	2018/8/29	否	无
灌南腾升投资有限公司	6,500.00	2024/8/8	否	无
灌南腾升投资有限公司	5,000.00	2018/6/27	否	无
连云港灌河新农村发展建设有限公司	4,000.00	2018/3/29	否	无
连云港灌河新农村发展建设有限公司	5,000.00	2018/8/30	否	无
灌南县经济适用房开发中心	1,200.00	2019/9/30	否	无
灌南县经济适用房开发中心	6,000.00	2020/12/31	否	无
江苏灌河国际港务有限公司	7,500.00	2023/4/23	否	无
江苏灌河半岛实业有限公司	2,000.00	2018/8/30	否	无
江苏灌河半岛实业有限公司	3,000.00	2018/5/30	否	无
县第二中学	2,500.00	2018/9/25	否	无
灌南县三口实业有限公司	1,000.00	2019/1/2	否	无
灌南县杨帆港务有限公司	300.00	2018/5/6	否	无
小计	439,900.00	-	-	-

担保子公司对外担保小计	14,108.00	-	其中 11,608.00 万元为民企	其中民企均已采取反担保措施
合计	454,008.00	-	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

八、评级结论

2017年公司营业收入增长，业务具备一定可持续性；公司获得的外部支持力度较大；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较好保障。同时我们也关注到，公司有息负债规模和占负债总额的比例攀升较快，存在一定负债压力；公司在建和拟建项目资金压力较大；公司资产流动性一般，且土地资产多已用作抵押；2017年末公司对外担保余额较大，存在一定或有负债风险；本期债券抵押资产未进行跟踪评估，其价值变化可能对本期债券安全偿还产生影响。

基于以上分析，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 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	313,992.12	137,512.13	13,886.90
应收账款	97,519.99	95,171.03	104,211.28
预付款项	2,936.63	168,048.70	283,172.20
其他应收款	481,557.36	271,792.29	124,170.12
存货	1,147,621.36	1,097,938.35	1,077,989.90
其他流动资产	50,199.33	41,200.00	16,000.00
流动资产合计	2,097,925.65	1,811,662.50	1,619,430.40
长期股权投资	9,493.59	10,632.55	7,855.77
投资性房地产	12,261.10	13,142.54	13,677.23
固定资产	144,732.97	111,116.53	18,092.29
在建工程	31,291.77	46,560.92	13,729.04
无形资产	165,567.39	186,964.68	66,829.92
长期待摊费用	32.37	45.58	58.79
非流动资产合计	368,465.07	368,462.79	120,243.04
资产总计	2,466,390.72	2,180,125.29	1,739,673.44
短期借款	40,600.00	8,800.00	8,100.00
应付账款	16,888.28	16,403.83	8,210.80
预收款项	5,831.18	120.27	164.51
应付职工薪酬	156.56	126.99	111.05
应交税费	19,144.35	20,232.34	13,652.78
应付利息	11,483.30	10,210.68	11,050.89
其他应付款	74,602.79	150,502.21	97,347.59
一年内到期的非流动负债	71,390.00	79,640.00	20,398.00
其他流动负债	2,155.31	1,854.31	1,772.28
流动负债合计	246,961.77	287,890.63	160,807.91
长期借款	331,693.25	233,792.00	64,700.00
应付债券	222,824.72	129,064.95	198,553.88
长期应付款	80,000.00	-	1,498.50
专项应付款	114,495.60	143,055.43	158,655.43
非流动负债合计	749,013.57	505,912.39	423,407.81
负债合计	995,975.34	793,803.02	584,215.72
实收资本（或股本）	60,000.00	36,000.00	36,000.00
资本公积	1,224,580.23	1,198,405.75	1,006,347.15

专项储备	73.19	73.19	73.19
盈余公积	17,802.07	14,678.37	11,408.49
未分配利润	157,130.67	129,112.95	101,605.78
归属于母公司所有者权益合计	1,459,586.16	1,378,263.59	1,155,434.62
少数股东权益	10,829.21	8,058.69	23.10
所有者权益合计	1,470,415.38	1,386,322.28	1,155,457.72
负债和所有者权益总计	2,466,390.72	2,180,125.29	1,739,673.44

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业收入	101,076.39	93,413.00	67,814.25
减：营业成本	89,374.33	81,637.01	59,850.96
营业税金及附加	1,082.49	616.86	429.33
销售费用	482.46	219.30	199.03
管理费用	6,782.81	8,138.15	3,946.68
财务费用	1,419.48	467.46	221.36
资产减值损失	-931.12	1,071.52	-8.65
投资收益（损失以“-”号填列）	-1,046.96	-226.22	-278.86
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-1,773.96	-226.22	-
资产处置收益	323.66	-1.06	-
其他收益	30,000.00	-	-
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	32,142.63	1,035.40	2,896.69
加：营业外收入	15.53	30,840.97	11,519.65
减：营业外支出	221.11	209.65	187.57
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	31,937.05	31,666.73	14,228.77
减：所得税费用	809.64	973.10	1,143.82
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	31,127.41	30,693.62	13,084.94

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015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	74,670.81	117,661.58	68,363.36
收到其他与经营活动有关的现金	83,454.60	101,723.73	19,297.73
经营活动现金流入小计	158,125.42	219,385.31	87,661.10
购买商品、接受劳务支付的现金	67,663.76	40,161.51	828.20
支付给职工以及为职工支付的现金	1,890.48	1,287.95	773.17
支付的各项税费	1,833.08	380.77	163.57
支付其他与经营活动有关的现金	122,903.74	61,802.22	55,831.83
经营活动现金流出小计	194,291.06	103,632.45	57,596.77
经营活动产生的现金流量净额	-36,165.65	115,752.86	30,064.33
二、投资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	727.00	-	-
收回投资收到的现金	75,299.61	13,000.00	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1,500.00	721.19	-
收到其他与投资活动有关的现金		23,588.24	-
投资活动现金流入小计	77,526.61	37,309.43	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	48,833.90	37,083.64	3,361.43
投资支付的现金	91,589.73	38,200.00	13,000.00
支付其他与投资活动有关的现金	334.39	2,500.00	-
投资活动现金流出小计	238,350.57	77,783.64	16,361.43
投资活动产生的现金流量净额	-160,823.97	-40,474.21	-16,361.43
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	27,000.00	15,742.19	-
取得借款收到的现金	377,608.24	190,832.00	42,100.00
发行债券收到的现金	138,100.00	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	-	9,447.76	40,753.65
筹资活动现金流入小计	542,708.24	216,021.94	82,853.65
偿还债务支付的现金	134,056.27	101,300.00	41,250.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	33,981.36	16,765.05	18,845.50
支付其他与筹资活动有关的现金	276.00	49,751.28	50,526.38
筹资活动现金流出小计	168,313.63	167,816.34	110,621.88
筹资活动产生的现金流量净额	374,394.61	48,205.61	-27,768.23
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	177,405.00	123,484.26	-14,065.34
加：期初现金及现金等价物余额	132,773.40	9,289.14	23,354.48

六、期末现金及现金等价物余额	310,178.40	132,773.40	9,289.14
----------------	------------	------------	----------

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	31,127.41	30,693.62	13,084.94
加：资产减值准备	-630.12	1,071.52	-8.65
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,087.14	3,431.75	1,493.37
无形资产摊销	7,551.72	5,176.95	1,882.57
长期待摊费用摊销	13.21	13.21	7.26
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-323.66	1.06	177.61
财务费用	895.51	954.04	363.16
投资损失	1,046.96	226.22	278.86
存货的减少	28,980.48	-19,802.61	637.43
经营性应收项目的减少	-212,484.49	-68,044.27	-48,430.87
经营性应付项目的增加	103,570.19	162,031.36	60,578.63
经营活动产生的现金流量净额	-36,165.65	115,752.86	30,064.33

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
综合毛利率	11.58%	12.61%	11.74%
期间费用率	8.59%	9.45%	6.44%
总资产回报率	1.41%	1.64%	0.83%
收现比	0.74	1.26	1.01
资产负债率	40.38%	36.41%	33.58%
流动比率	8.49	6.29	10.07
速动比率	3.85	2.48	3.37
EBITDA (万元)	44,484.63	40,794.67	17,941.62
EBITDA 利息保障倍数	1.28	2.43	0.95
有息债务 (万元)	751,217.97	451,296.95	293,250.38
有息债务/EBITDA	16.89	11.06	16.34

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	取得方式	持股比例	主营业务
海西国际投资有限公司	新设		投资、进出口贸易、咨询
连云港市硕灌实业有限公司	投资设立	100%	建筑新材料生产、工程施工、建材销售、企业管理咨询
灌南县金灌置业有限公司	投资设立	100%	房地产开发
连云港灌河融资担保有限公司	投资设立	100%	贷款担保
灌南县兴民扶贫开发有限公司	投资设立	100%	种植业、
连云港化工产业园区投资发展有限公司	购买	100%	养殖业扶贫开发
连云港中新化工环保城开发有限公司	投资设立	100%	商务服务
连云港中新污水处理有限公司	投资设立	100%	污水处理设备制造
灌南县三创交通投资有限公司	合并	100%	生态保护、
灌南县晟灌实业有限公司	新设	100%	环境治理
江苏灌河投资发展有限公司	投资设立	100%	交通工程施工
灌南县灌诚咨询服务有限公司	投资设立	100%	土木工程建筑
连云港灌河金融控股有限公司	投资设立	100%	投资开发
连云港硕项湖水务集团有限公司	划拨	100%	投资、理财、
灌南县田楼自来水有限公司	划拨	100%	咨询服务
灌南县畅达市政工程建设有限公司	投资设立	100%	商务服务
灌南县硕项湖投资发展有限公司	划拨	100%	水务项目投资
灌南县自来水有限公司	划拨	100%	集中式供水
灌南县硕项湖自来水有限公司	划拨	100%	工程施工、
灌南海西污水处理有限公司	划拨	100%	管材销售
灌南硕项湖纯净水有限公司	划拨	100%	土木工程建筑
灌南县灌河旅游发展有限公司	合并	100%	水的生产及供应
灌南县堆沟港实业有限公司	设立	60%	集中式供水
硕灌融资租赁（深圳）有限公司	投资设立	100%	城乡污水
灌南县广播电视网络有限公司	投资设立	100%	处理厂的投资
连云港市灌南县润灌科技小额贷款有限公司	投资设立	70%	饮料生产
灌南县四通公路养护工程有限公司	投资设立	100%	旅游项目开发

注：1.截至2017年12月31日，江苏金灌投资发展集团有限公司尚未对海西国际投资有限公司、灌南县晟灌实业有限公司实际出资。

2.截至2017年12月31日，连云港市硕灌实业有限公司的股东灌南县城市建设投资发展有限公司尚未实际出资，股东海西国际投资有限公司已出资到位，故视为海西国际投资有限公司持有连云港市硕灌实业有限公司100%股权。

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

附录六 截至2017年12月31日公司存货中土地资产情况（单位：万元、万平方米）

土地证编号	土地位置	土地面积	土地用途	账面价值	是否抵押
灌国用(2009)第01-6534	灌南县新安镇曹庄村	33.17	商业用地	17,116.34	是
灌国用(2010)第01-7133	灌南县新安镇曹庄村	11.40	商业用地	8,850.60	否
灌国用(2010)第01-7134	灌南县新安镇曹庄村	16.60	商业用地	12,453.38	否
灌国用(2011)第01-7239	灌南县新安镇曹庄村	22.80	商住	27,360.00	否
灌国用(2011)第01-7240	灌南县新安镇公兴村	30.00	商住	36,000.00	否
灌国用(2008)第01-5892	富康新村西侧地块	16.02	住宅用地	6,282.29	否
灌国用(2007)第01-5175	民政局地块	0.24	商业用地	241.46	否
灌国用(2008)第01-5908	鹏程东路北侧地块	14.17	商业用地、住宅用地	10,418.40	否
灌国用(2008)第01-5909	鹏程东路南侧地块	38.67	商业用地、住宅用地	22,622.48	否
灌国用(2012)第1679	沂河路北侧	2.35	商业	1,327.71	否
灌国用(2012)第1681	灌南县沂河路北侧	6.20	商业	3,503.78	否
灌国用(2008)第01-5894	纱厂地块	13.20	住宅用地	6,152.55	否
灌国用(2008)第01-5935	实验中学北侧地块	19.87	商业用地	1,991.24	否
灌国用(2008)第01-5898	苏州北路东侧地块	40.54	商业用地	26,027.68	否
灌国用(2008)第01-6099	苏州商贸城西侧地块	7.54	商业用地	265.83	否
灌国用(2008)第01-6034	县城东环路东侧	2.42	商业用地	753.86	否
灌国用(2008)第01-6031	新安镇(326省道南侧)	3.34	商业用地	1,049.69	否
灌国用(2008)第01-6032	新安镇鹏程路南侧	2.96	商业用地	939.89	否
灌国用(2008)第01-6017	新安镇人民东路北侧	0.21	商业用地	82.61	否
灌国用(2008)第01-6020	新安镇人民西路北侧	0.60	商业用地	223.67	否

灌国用(2008)第01-5968	新安镇人民西路北侧(原检察院)	1.33	其他商服用地	518.96	否
灌国用(2008)第01-6025	新安镇新东北路东侧	0.62	商业用地	134.74	否
灌国用(2008)第01-6019	新安镇新兴北路西侧	0.14	商业用地	58.96	否
灌国用(2008)第01-6021	新安镇英雄北路西侧	0.02	商业用地	7.63	否
灌国用(2008)第01-6024	新安镇英雄路西侧	0.02	商业用地	7.98	否
灌国用(2008)第01-6027	灌南县新安镇新东南路西侧	1.23	商业用地	10,142.73	否
灌国用(2008)第01-5911	新世纪广场	48.18	商业用地	50,584.83	否
灌国用(2008)第01-5910	盐河东侧南段地块	5.71	商业用地	5,136.48	否
灌国用(2008)第01-5906	英雄南路东侧地块	11.33	住宅用地	2,449.60	否
灌国用(2008)第01-5902	原新安镇政府地块	18.29	商业用地	12,678.16	否
灌国用(2012)第882	堆沟港镇	241.03	物流仓储	36,153.77	是
灌国用(2012)第02-698	堆沟、五队、田楼地块	1337.27	综合	112,331.00	是
灌国用(2012)第697	长茂、田楼、五队宗地	830.55	综合	69,766.00	是
灌国用(2007)第01-5172	新安镇新东北路东侧(原农业局)	0.26	商业用地	271.14	否
灌国用(2007)第01-5217	新安镇新兴南路西侧(原粮食局)	0.05	商业用地	64.71	否
灌国用(2007)第01-5215	新安镇新东南路西侧(原教育局)	0.43	商业用地	532.04	否
灌国用(2007)第01-5218	新安镇人民路北侧(原防疫站)	0.53	商业用地	722.90	否
灌国用(2007)第01-5219	新安镇人民路北侧(原交警大队)	0.48	商业用地	498.74	否
灌国用(2007)第01-5221	新安镇新兴北路东侧(原计生委)	0.14	商业用地	163.41	否
灌国用(2007)第01-5223	新安镇人民西路北侧(原交通局)	0.24	商业用地	237.94	否
灌国用(2007)第01-5224	新安镇人民中路南侧(原质监局)	0.22	商业用地	304.25	否
灌国用(2012)第1591	灌南县新安镇武障河村	5.04	商住用地	7,172.97	否
灌国用(2012)第1593	灌南县新安镇镇中村	5.34	商住用地	7,600.32	否

灌国用(2012)第1592	灌南县新安镇刘园村	2.54	商住用地	3,610.55	是
灌国用(2013)第0808	堆沟港新北村、平桥村、许圩村	350.21	综合用地	34,537.74	是
灌国用(2013)第0809	堆沟港镇堆沟村	259.47	综合用地	25,848.88	是
灌国用(2013)第0810	田楼乡七圩村、镇东村	259.57	综合用地	25,598.88	是
灌国用(2013)第0811号	堆沟港镇镇东腰村、八尺村	125.28	综合用地	12,354.67	是
灌国用(2013)第0812号	张店村老沟村	73.96	综合用地	7,368.38	是
灌国用(2013)第0813号	长茂镇二图村、新盘村、西盘村、东盘村	175.36	综合用地	17,294.35	是
灌国用(2013)第0814号	张店镇老沟村、南闸村、二里村、腰庄村、宋圩村	333.93	综合用地	32,932.40	是
灌国用(2013)第0815号	长茂镇林丰村、东盘村、西盘村、新盘村、二图村、头图村、大埝村	431.13	综合用地	42,518.19	是
灌国用(2013)第0816号	北陈集镇杨圩村、八庄村、官沟村、港嘴村、沂南村、安淋村	437.37	综合用地	43,133.01	是
灌国用(2013)第0817号	孟兴庄镇六湖村、李埠村、韩李村、连三村、板沟村、沈庄村	487.64	综合用地	48,090.94	是
苏(2016)灌南县不动产权第0005275号	新安镇镇北社区(城东污水处理厂)	4.46	商业用地	7,030.64	否
苏(2016)灌南县不动产权第0005261号	灌南县新安镇迎宾大道东侧	1.57	商业用地	4,245.75	否
苏(2016)灌南县不动产权第0005274号	灌南县新安镇闸北村	11.27	商业用地	20,294.10	否
苏(2018)灌南县不动产权第0000788号	灌南县李集乡张庄村(压轴机有限公司)	6.06	商业用地	8,634.65	否
苏(2017)灌南县不动产权第0014186号	灌南县灌河路南侧,扬州路东侧	1.92	商业用地	5,183.73	否
灌国用(2014证第4049号)	灌南县纬一路南侧,经五路东侧	6.85	商业用地	2,423.07	否
灌国用(2014证第4053号)	灌南县新安镇镇中村	2.31	商业用地	4,508.01	否

灌国用（2014 证第 4056 号）	灌南县新安镇长江路南侧，苏州南路西侧	2.19	商业用地	4,261.92	否
苏（2016）灌南县不动产权第 0005273 号	灌南县李集乡朱圩村	1.02	商业用地	1,226.28	否
灌国用（2015）第 7076 号	灌南县新安镇人民西路南侧，威海路西侧	7.09	其他商服用地	14,247.90	是
灌国用（2015）第 7080 号	灌南县人民西路南侧青岛路东侧	7.62	其他商服用地	15,310.19	是
灌国用（2015）第 7075 号	灌南县新安镇新东南路西侧	1.92	其他商服用地	3,862.75	是
灌国用（2016）第 0013808 号	灌南县新安镇曹庄村	2.45	商服用地	6,065.40	否
灌国用（2016）第 0013810 号	灌南县新安镇北环路南侧，徐州北路西侧	7.47	商服用地	18,481.65	否
灌国用（2016）第 0013807 号	灌南县新安镇人民路南侧，徐州南路西侧	3.11	商服用地	7,708.80	否
灌国用（2016）第 0013811 号	灌南县新安镇鹏程路南侧，徐州南路西侧	2.93	商服用地	7,257.11	否
灌国用（2016）第 0013809 号	灌南县新安镇镇中村	3.93	商服用地	9,728.40	否
合计		5,801.42		934,961.06	

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录七 截至 2017 年 12 月 31 日公司无形资产中土地使用权明细

(单位: 万元、万平方米)

土地证编号	土地位置	土地面积	土地用途	账面价值	是否抵押
灌国用(2007)第 01-5173	新集镇人民东路南侧(原残联地块)	0.04	商业用地	26.08	否
灌国用(2007)第 01-5174	新集镇人民东路北侧(原烈士陵园地块)	4.93	商业用地	3,562.78	否
灌国用(2008)第 01-5900	县第三中学地块	11.90	商业用地	5,061.78	否
灌国用(2008)第 01-5893	灌南县新灌中地	22.42	商业用地	14,824.89	否
灌国用(2008)第 01-5896	实验中学地块	7.33	商业用地	3,777.45	否
灌国用(2008)第 01-5895	灌南县新集镇新安小学地块	5.95	商业用地	2,509.94	否
灌国用(2014)第 5539	新集镇泰州北路东侧	4.17	商住	1,452.71	否
灌国用(2008)第 01-6036 号	新东南路东侧地块	9.22	商业用地	3,746.83	否
灌国用(2012)第 01-883	新集镇镇西村	2.00	商住	2,065.00	否
灌国用(2009)第 01-6241	新集镇悦来东路南侧地块	9.65	住宅用地	4,061.21	否
灌国用(2012)第 01-881 号	灌南县新集镇曹庄村	2.67	商业用地	2,753.33	否
灌国用(2012)第 01-882 号	灌南县新集镇渔场村	2.00	商业用地	2,065.00	否
灌国用(2012)第 01-885 号	灌南县新集镇渔场村	2.67	商业用地	2,753.33	否
灌国用(2012)第 03-788 号	灌南县五队乡五队村	4.59	商业用地	2,999.35	否
灌国用(2012)第 010-789 号	灌南县汤沟镇连五村	7.71	商业用地	6,044.75	否
灌国用(2012)第 016-790 号	灌南县百禄镇百禄村	5.59	商业用地	3,647.90	否
灌国用(2012)第 018-791 号	灌南县三口镇大北村	3.45	商业用地	2,701.19	否
灌国用(2012)第 015-792 号	灌南县新集乡新集村	2.80	商业用地	1,828.36	否
灌国用(2012)第 01-793 号	灌南县新集镇新东村	4.95	商业用地	6,461.37	否
灌国用(2012)第 018-794 号	灌南县三口镇大北村	0.94	商业用地	735.71	否

灌国用(2012)第018-795号	灌南县三口镇大北村	1.72	商业用地	1,345.70	否
灌国用(2012)第05-796号	灌南县长茂镇三兴村	2.08	商业用地	1,629.18	
灌国用(2012)第01-797号	灌南县新安镇渔场村	10.00	商业用地	16,981.25	是
灌国用(2012)第01-798号	灌南县新安镇渔场村	11.06	商业用地	18,780.58	否
灌国用(2012)第01-801号	灌南县曹庄镇曹庄村	3.33	商业用地	4,789.10	是
灌国用(2012)第06-802号	灌南县北陈集镇陈集村	1.90	商业用地	1,238.39	否
灌国用(2012)第1700号	灌南县新安镇余营村	2.04	商业用地	2,666.94	是
灌国用(2012)第1701号	灌南县新安镇镇北社村	8.30	商业用地	10,867.29	是
灌国用(2012)第1702号	灌南县新安镇新东村	0.59	商业用地	771.09	否
灌国用(2014)第4066号	灌南县新安镇镇中村	3.73	商业用地	6,761.95	否
灌国用(2014)第4064号	灌南县李集乡朱圩村	2.70	商业用地	4,900.29	否
灌国用(2014)第4267号	灌南县新安镇镇北社区(港务处、盐业公司地处)	12.86	商业用地	18,407.37	否
合计		175.27		162,218.09	

注：本表无形资产使用权合计值与审计报告不符，差值为契税和土地证征地服务费
 资料来源：2017年公司审计报告，公司提供

附录八 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
产权比	$\text{负债总额} / \text{所有者权益总额}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$

附录九 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。