

信用等级公告

联合[2018] 1197号

联合资信评估有限公司通过对东台市国有资产经营有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持东台市国有资产经营有限公司主体长期信用等级为AA，维持“16东台国资债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十五日



东台市国有资产经营有限公司跟踪评级报告

评级结果:

本次主体长期信用等级: AA

上次主体长期信用等级: AA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 东台国资债	15.00 亿元	2023/11/16	AA	AA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

评级时间: 2018 年 6 月 25 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	6.05	20.21	21.55
资产总额(亿元)	117.17	151.35	151.97
所有者权益(亿元)	69.19	73.54	73.94
短期债务(亿元)	11.30	7.88	14.89
长期债务(亿元)	16.27	33.66	33.45
全部债务(亿元)	27.57	41.54	48.35
营业收入(亿元)	6.94	6.93	7.11
利润总额(亿元)	2.18	1.79	0.83
EBITDA(亿元)	3.24	3.58	3.03
经营性净现金流(亿元)	-10.90	-4.39	-0.51
营业利润率(%)	8.26	14.49	7.54
净资产收益率(%)	3.17	2.36	1.11
资产负债率(%)	40.95	51.41	51.34
全部债务资本化比率(%)	28.49	36.10	39.54
流动比率(%)	262.05	299.24	270.15
全部债务/EBITDA(倍)	8.51	11.59	15.97

分析师

张 宁 王 超

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

东台市国有资产经营有限公司(以下简称“东台国资”或“公司”)是东台市基础设施投资建设重要主体。跟踪期内,东台市区域经济稳步增强,公司在资本注入和财政补贴等方面持续得到东台市政府的支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司资产流动性偏弱、经营性净现金流持续为负、获现能力有待提升以及自身盈利能力弱等因素给公司经营带来的不利影响。

随着东台市城市化程度的不断深入,特别是沿海区域(包括滩涂资源)的开发建设,东台市经济将有望持续增长。良好的外部经济环境,有利于公司经营规模和盈利能力的进一步提升。

“16东台国资债”设置了本金分期偿还条款,在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。跟踪期内,公司经营活动现金流入量对分期偿付本金的保障能力强。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA,维持“16东台国资债”的信用等级为AA,评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内,东台市经济不断发展,产业结构不断优化,固定资产投资保持快速增长,为公司提供了良好的外部发展环境。
2. 跟踪期内,公司持续得到股东在资金注入和专项补贴等方面的支持。

关注

1. 公司资产构成中其他应收款及土地资产占比较大,土地抵押比率较高,整体资产流动性偏弱。
2. 公司经营性净现金流持续为负,应收政府类款项回款情况和相关协议落实情况差,联合资信将持续关注。

3. 跟踪期内，公司对外担保比率较高，面临一定或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由东台市国有资产经营有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

东台市国有资产经营有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关于东台市国有资产经营有限公司(以下简称“东台国资”或“公司”)的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，东台市国有资产经营有限公司(以下简称“公司”或“东台国资”)控股股东和实际控制人仍未发生变化，仍为东台预算外资金结算中心和东台市人民政府。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化，截至 2017 年底，公司本部设有财务审计部、滩涂资源经营部、资产经营部、投资发展部和办公室 5 个职能部门；公司拥有 6 家一级子公司。

截至 2017 年底，公司(合并)资产总额 151.97 亿元，所有者权益合计 73.94 亿元；2017 年公司实现营业收入 7.11 亿元，利润总额 0.83 亿元。

公司注册地址：东台市望海东路 65 号；
法定代表人：高应贵。

三、债券概况和募集资金使用情况

截至2018年3月底，联合资信所评“16东台国资债”尚需偿还债券余额15.00亿元。跟踪期内，公司已足额支付“16东台国资债”利息。截至2018年3月底，“16东台国资债”募集资金已使用5.20亿元用于项目建设。

“16东台国资债”募投项目分别为西郊棚户区改造、城东棚户区改造以及城北棚户区改造工程项目，上述项目总投资额24.02亿元，截至2018年2月底，累计已完成投资5.20亿元。

表 1 截至 2018 年 3 月底公司存续债券概况

(单位: 亿元)

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 东台国资债	15.00	15.00	2016/11/16	7

资料来源：联合资信整理

四、行业分析及区域经济

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”)的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥

离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 1 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 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 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
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	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。

2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23号	在债券募集说明书等文件中,不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息,严禁与政府信用挂钩的误导性宣传,并应在相关发债说明书中明确,地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任,相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作(PPP)示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息,实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况,强化风险预警与早期防控。

资料来源:联合资信综合整理

3. 行业发展

目前,中国的城市基础设施建设尚不完善,全国各地区发展不平衡。截至2017年底,中国城镇化率为58.52%,较2016年提高1.17个百分点,相较于中等发达国家80%的城镇化率,中国城镇化率仍处于较低水平,未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下,基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日,中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署,中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间。

综上,在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下,随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离,城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来,城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体,其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

跟踪期内,东台市经济不断发展,产业结构不断优化,固定资产投资保持快速增长,为公司提供了良好的外部发展环境。

根据《2017年东台市政府工作报告》,2017年,东台市实现地区生产总值790.00亿元,增长7.50%,二三产业比重提高1.80个百分点;完成固定资产投资648.00亿元,增长12.50%;社会消费品零售总额280.00亿元,增长12.00%;城乡居民可支配收入分别达35400元、21500元,

增长8.30%、9.00%。全国百强县(市)排名继续攀升,列第28位。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内,公司控股股东及实际控制人未发生变化分别为东台预算外资金结算中心及东台市人民政府。

2. 外部支持

东台市人民政府为公司实际控制人,2017年东台市一般预算收入有所减少,但仍给与公司在资本金注入以及专项补贴方面的支持。

2017年受税收收入减少(“营改增”导致)影响,东台市全年完成一般公共预算收入54.01亿元,同比减少10.40%。其中,税收收入和非税收入的比重分别为78.54%和21.46%。同期,东台市政府性基金预算收入26.71亿元,同比增长71.22%,主要系国有土地使用权出让收入较上年增加所致;2017年,东台市一般公共预算支出95.75亿元,比上年增长0.20%。财政自给率为56.41%。总体看,跟踪期内东台市一般公共预算收入持续下降,基金预算收入大幅增长,财政自给率一般。

跟踪期内,政府在资本金注入以及补贴投入上持续给予公司一定支持。2017年,根据将东台市财政局拨付的粮食仓储基础设施建设资金1285.00万元,分别作为资本金投入与补贴计入“资本公积”和“营业外收入”。同期,公司还获得市政开发补贴1.42亿元,财政专项拨款1.05亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据企业提供的企业信用报告（银行版）（机构信用代码：G1032098100088940I），截至2018年5月24日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往履约债务情况良好。

截至2018年6月22日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员方面无重大变化，公司管理体制、管理制度等方面执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务构成仍以委托代建工程施工以及农产品销售为主，营业收入规模较上年基本持平，但营业毛利较上年有所下降。

2017年，公司实现营业收入7.11亿元，与上年基本持平，除收入占比较小黄海森林景区收入以及代储省外储备粮业务收入等较上年有所变动外，其他板块收入规模保持相对稳定。公司收入构成仍以委托代建工程施工收入（占比57.65%）和农产品销售收入（占比33.29%）为主。从毛利率看，2017年，公司综合毛利率为9.02%，较上年下降6.34个百分点，主要系收入占比较大的委托代建工程以及粮食销售毛利率有所下降所致，此外房屋租金和土地承包毛利率表现为亏损也对公司综合毛利率产生一定影响。

表3 2016~2017年公司营业收入情况（单位：万元、%）

项 目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
委托代建工程施工	39245.19	56.62	13.04	40999.11	57.65	10.43
宾馆餐饮	1507.95	2.18	67.19	1647.01	2.32	68.43
农产品销售	树苗销售	749.27	1.08	815.71	1.15	90.26
	蚕种销售	186.14	0.27	115.41	0.16	-44.96
	粮食销售	21730.93	31.35	22746.42	31.98	2.98
管网维修费	244.86	0.35	85.20	143.95	0.20	50.06
租赁	房屋租金和 土地承包	3435.40	4.96	2330.11	3.28	-95.90
	鱼塘承包	869.83	1.25	815.37	1.15	99.99
	黄海森林景区收入	181.73	0.26	621.13	0.87	68.30
代储省外储备粮业务	343.82	0.50	60.48	537.11	0.76	63.94
其他业务	820.87	1.18	78.13	350.45	0.49	63.66
合计	69315.99	100.00	15.36	71121.80	100.00	9.02

注：2017年委托代建施工板块毛利率较上年有所下降，主要是“营改增”后，增值税放在价外反映。

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司基础设施建设板块业务大部分项目均已完工等待竣工决算，且无储备项目，该板块未来业务持续性存在不确定性。受政府部门拨付资金进度的影响，项目回款时间存在不确定性，政府回款协议落实情况差。

跟踪期内，公司城市基础设施建设业务主要集中在东台市沿海经济开发区并由公司本部及东台市海滨投资发展有限公司（以下简称“海滨投资”）负责，根据与东台市沿海经济开发区管理委员会签署的《委托代建及项目回购协议书》，项目建设资金由公司自筹，项目完工并完成竣工决算后由东台市财政局对工程价款进行结算并安排支付，付款期限不超过5年。工程结算款项包括工程成本及按工程成本15%计算的建设服务费。

跟踪期内，公司工程收入小幅增长，2013~2017年，公司实现基础设施建设工程收入合计15.93亿元，其中2017年为4.10亿元。2013~2017年，公司已完成回购项目经确认后实际投入金额为13.96亿元，公司按照实际投入金额的15%计提委托建设费，共计提1.97亿

元。截至2017年底，上述回购款已经到位9.91亿元（其中2017年到位1.20亿元）。为保障公司项目建设资金回流，根据东台市政府于2015年5月出具的《东台市人民政府关于东台市国有资产经营有限公司应收账款和其他应收款还款形成原因及还款计划的说明》（东政办发【2015】16号）文件，东台市政府将于2015年至2017年，每年安排不少于7.00亿元的资金用于偿还上述政府类应收款。截至2017年底，上述款项尚未收到。协议落实情况很差，联合资信将持续关注。

截至2017年底，公司“存货-工程施工”目前已完工但尚未结算的项目主要有港城安置区、新城北路、迎宾路、弼六路改造等项目共4.02亿元。公司目前在建项目主要有沿海中学项目和东台市西郊棚户区改造项目等4个项目，项目总投资合计28.82亿元，截至2018年2月底已完成投资9.60亿元，尚需投资19.22亿元。考虑到，公司已为棚户区改造项目发行“16东台国资债”15亿元，沿海中学项目已基本完工，总体来看，公司未来筹资压力一般。

表4 截至2018年2月底公司主要在建项目投资情况（单位：亿元）

项目	项目总投资	已投资额	预计2018年3-12月投资额	预计2019年投资额
东台市西郊棚户区改造工程项目	7.20	0.20	2.40	0.20
东台市城东棚户区改造工程项目	6.34	2.00	1.30	0.30
东台市城北棚户区改造工程项目	10.48	3.00	4.40	1.20
沿海中学项目	4.80	4.40	0.40	--
合计	28.82	9.60	8.50	1.70

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司国有资产经营业务正常开展，整体收入规模变动不大，对公司营业收入形成一定补充。

出租和承包业务板块，截至2017年底，公司用于出租的房屋总面积、土地面积和鱼塘面积分别为7.09万平方米、1310.37万平方米和16万平方米。2017年，公司实现房屋租金收入和土地承包收入0.23亿元，鱼塘承包收入

815.37万元，整体规模较小。同期，由于公司2016年下半年新增投资性房地产3.90亿元，并于2017年计提折旧导致公司房屋租金和土地承包板块毛利率表现为大幅亏损-95.90%。

公司宾馆餐饮业务经营主体为东台迎宾馆，目前东台迎宾馆由南京金陵酒店管理公司经营。2017年，公司宾馆餐饮板块实现收入0.16亿元，同比增长6.67%；毛利率为

68.43%，较上年基本持平。

农产品销售由子公司东台市金滩涂农场有限公司（以下简称“金滩涂农场”）经营。公司农产品的销售品种主要包括树苗、蚕种和粮食等。2017年，公司农产品销售业务收入为2.37亿元，同比增长4.41%。受蚕种销售亏损程度进一步增加以及粮食销售价格下降影响，农产品销售毛利率小幅下降至5.76%。

供水业务板块的运营主体为其全资子公司区域供水公司，收入主要来源于管网维修费，2017年公司实现管网维修费收入143.95万元，规模较小。

旅游业务由子公司东台黄海森林投资发展有限公司（以下简称“黄海森林投资”）负责，黄海森林投资主要利用黄海国家森林公园生物资源丰富、植被保护完好、生态环境优良的优势，进一步完善基础设施，推动健康养生、旅游度假产业加速发展。随着产业链的不断完善，2017年公司实现该板块收入增加至621.13万元。受景区设施大幅投入影响，旅游业务毛利率下降至68.30%，但仍维持在较高水平。

代储省外储备粮业务主要由公司子公司东台市粮食购销总公司（以下简称“购销总公司”）负责，该板块运营模式主要为购销总公司受省外粮食储备机构委托，代为收购并储备粮食，

省外粮食储备机构按代储粮食数量的一定标准支付保管费，2017年，公司实现收入537.11万元，较上年增长193.29万元。同期，由于收购费用的增加，毛利率有所下降但仍然维持在较高水平。

此外，公司其他业务收入主要包括林地租赁、种牛租赁、收取的零星砍树款等。2017年，公司该板块实现收入350.45万元，同比减少57.31%，主要系林场租赁收入减少所致。

八、财务分析

公司提供了2017年合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

从合并报表范围看，2017年公司合并范围未发生变化，财务数据可比性较强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模较上年基本持平。公司资产中的土地资产以及与政府部门形成应收往来占比较大，资产流动性偏弱，且土地抵押比率较高，公司整体资产质量一般。

截至2017年底，公司资产总额151.97亿元，较上年基本持平，以流动资产为主。

表5 公司主要资产构成情况（单位：万元、%）

项目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	202149.03	13.36	215507.72	14.18
应收账款	31499.40	2.08	61846.05	4.07
其他应收款	442467.85	29.23	428984.58	28.23
存货	341520.56	22.56	322004.81	21.19
流动资产合计	1075222.51	71.04	1073057.39	70.61
可供出售金融资产	60080.00	3.97	61780.00	4.07
投资性房地产	53159.72	3.51	50119.70	3.30
固定资产	50127.55	3.31	50752.09	3.34
在建工程	45753.75	3.02	54380.64	3.58
无形资产	228917.53	15.12	228221.92	15.02
非流动资产合计	438286.83	28.96	446608.70	29.39
资产总额	1513509.34	100.00	1519666.09	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2017 年底，公司流动资产 107.31 亿元，较上年底基本持平。公司货币资金 21.56 亿元，同比增长 6.61%，主要由其他货币资金（占比 56.06%）以及银行存款（占比 43.94%）构成。公司货币资金中受限资金为 1.01 亿元；公司应收账款 6.18 亿元，同比增长 96.34%，主要系受回购项目增加的应收东台沿海经济区管理委员会账款增加所致。公司应收账款主要为应收东台沿海湿地旅游度假经济区管理委员会 1 年以内款项（占 99.43%）构成，不可收回可能性较小；公司其他应收款 42.90 亿元，同比减少 3.05%，主要系与东台沿海湿地旅游度假经济区管理委员会等往来款有所减少所致；2017 年底公司对其他应收款累计提取 0.17 亿元的坏账准备，计提比例为 0.21%。从集中度看，其他应收账款前五名余额为 25.74 亿元，占其他应收账款余额的比例为 59.75%，集中度较高；公司存货 32.20 亿元，与去年基本持平。主要由工程施工（建筑施工成本和资本化利息）、用于开发和建设的土地以及子公司供销总公司的涉及粮食储存销售的库存商品构成。公司存货中涉及土地 29 宗，土地资产账面价值合计 23.86 亿元，均取得国有土地使用权证（体现在“存货-土地开发整理”中）。2017 年底公司未计提存货跌价准备；公司其他流动资产 2.20 亿元，同比增长 21.47%，主要系主要系公司购入理财产品 0.50 亿元所致。

截至 2017 年底，公司非流动资产为 44.66 亿元，同比小幅增长 1.90%，构成较上年无重

大变化。截至 2017 年底，由于公司对东台市信用担保有限公司投资增加 0.17 亿元，公司可供出售金融资产为增加至 6.18 亿元；公司投资性房地产为 5.01 亿元，同比减少 5.72%。全部为房屋、建筑物，公司累计计提折旧 9027.43 万元，未提取减值准备；公司固定资产 5.08 亿元，同比增长 1.25%，主要由房屋建筑物（占 95.28%）构成，2017 年底计提折旧 8999.68 万元；公司在建工程 5.44 亿元，同比增长 18.86%，主要系对安丰粮库仓库扩建工程和黄海森林公园景区项目投资增加所致；公司无形资产 22.82 亿元，同比略微减少 0.30%，主要为土地使用权（占比 99.99%）。2017 年底，公司累计对无形资产提取摊销 0.51 亿元，未计提减值准备。公司土地资产中，抵押比率为 66.11%，抵押比率较高。

2. 资本结构

跟踪期内，公司权益规模及结构较上年无重大变化；公司有息债务规模有所增长，债务水平较上年基本持平。

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 73.94 亿元，同比小幅增长 0.41%，较上年基本持平。归属于母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润在所有者权益中分别占 13.88%、77.57%和 8.24%，权益结构较上年无重大变化。其中，归属于母公司所有者权益在所有者权益中的比重为 63.07%。

表6 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：万元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	42177.50	2.79	73760.00	4.85
其他应付款	247590.93	16.36	232949.80	15.33
一年内到期的非流动负债	36670.00	2.42	70284.00	4.62
流动负债	359319.51	23.74	397201.67	26.14
长期借款	187717.00	12.40	185451.00	12.20
递延收益	30281.46	2.00	29337.97	1.93
应付债券	148852.50	9.83	149092.54	9.81
非流动负债	418748.91	27.67	383060.78	25.21
负债合计	778068.41	51.41	780262.45	51.34
实收资本(或股本)	64710.00	4.28	64710.00	4.26

资本公积	360,924.78	23.85	361726.08	23.80
未分配利润	41000.63	2.71	38419.78	2.53
少数股东权益	267510.84	17.67	273088.39	17.97
所有者权益合计	735440.92	48.59	739403.64	48.66
负债和所有者权益总计	1513509.34	100.00	1519666.09	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2017 年底，公司负债总额 78.03 亿元，同比小幅增长 0.28%，构成转为以流动负债为主（占 50.90%）。公司流动负债为 39.72 亿元，同比增长 10.54%，主要系短期借款以及一年内到期的非流动负债增加所致；公司短期借款为 7.38 亿元，同比增长 74.88%，构成主要为信用借款（占 21.82%）、保证借款（占 69.65%）、抵押借款（占 8.53%）构成；公司应付账款为 0.53 亿元，同比降低 79.38%，主要系公司支付了大量到期应支付的工程款所致；公司其他应付款余额为 23.29 亿元，同比减少 5.91%，主要由往来款及借款（无息）构成；公司一年内到期的非流动负债 7.03 亿元，同比增长 91.67%，由一年内到期的长期应付款 1.22 亿元以及长期借款 5.81 亿元构成。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 38.31 亿元，同比减少 8.53%。主要系长期应付款减少所致；公司长期借款 18.55 亿元，同比减少 1.21%，主要由抵押借款构成（占比 58.54%）；公司应付债券为 14.91 亿元，全部由公司发行“16 东台国债”15.00 亿元构成，其中利息调整-907.46 万元；公司长期应付款 1.72 亿元，同比减少 66.29%，主要系公司将 1.22 亿政府置换债务调整入一年内到期的非流动负债所致；公司递延收益为 2.93 亿元，同比减少 3.12%，主要由国资运营补贴构成。

截至 2017 年底，受短期债务增加影响，公司全部债务 48.35 亿元，同比增长 16.39%。从债务结构来看，公司短期债务占比上升至 30.80%，但仍以长期债务为主。公司两年内到期的债务为 7.83 亿元，债务压力一般。截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 51.34%、39.54% 和 31.15%，较上年底基本持平。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模较上年基本持平；营业利润率受工程施工以及农产品销售盈利能力下降影响有所下滑。

公司的营业收入主要以基础设施建设收入、农产品销售收入为主。2017 年，公司营业收入为 7.11 亿元，保持相对稳定；同期，公司营业成本为 6.47 亿元，同比增长 10.29%，增幅高于营业收入增幅，主要系收入占比较大的委托代建工程以及粮食销售毛利率有所下降所致。

从期间费用来看，随着旅游业务板块进一步发展，公司销售费用及管理费用较上年有所增加，2017 年公司期间费用（销售费用、财务费用和管理费用）为 2.15 亿元，较上年增加 0.22 亿元。2017 年，公司期间费用占营业收入的比重上升至 30.25%，较上年增加 2.39 个百分点。总体看，跟踪期内，公司对期间费用控制能力有待加强。同期，公司实现其他收益 2.47 亿元，主要由市政开发补贴以及财政专项拨款构成。

2017 年，公司营业外收入为 0.21 亿元，主要为政府补助收入。同期，公司利润总额为 0.83 亿元。总体看，政府补助对公司利润总额形成补充。

从盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率为 7.54%，同比减少 6.95 个百分点，主要系工程施工板块毛利率和粮食销售毛利率下降所致。同期，由于全部债务的增加以及净利润大幅减少，公司总资本收益率和净资产收益率下降至 1.86% 和 1.11%。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流受往来款影响较大；公司投资性的支出有所降低，

由于在建项目资金已筹集到位，且公司未到借款集中兑付期，公司筹资活动净现金流持续下降。

从经营活动来看，2017年受收到项目结算资金较上年减少影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金流入同比大幅减少38.98%至4.18亿元；同期，由于公司往来款项发生频繁公司收到/支付其他与经营活动有关的现金分别上升至25.85亿元和25.00亿元；2017年公司购买商品、接受劳务支付的现金4.86亿元，同比减少2.95%，主要由支付的工程代建款构成；2017年，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.51亿元。从收入实现质量来看，2017年，公司现金收入比为58.80%，较上年减少40.06个百分点，回款情况差。

投资活动方面，2017年公司投资活动现金流入规模较小，为0.04亿元；同期，公司投资活动现金流出主要购建固定资产、无形资产等支付的现金以及支付其他与投资活动有关的现金构成。其中，支付其他与投资活动有关的现金0.50亿元，主要由购买理财产品构成。2017年公司投资活动较上年有所减少，但仍表现为净流出1.60亿元。

从筹资活动看，2017年公司筹资活动现金流入为14.27亿元，同比减少94.11%，主要为取得借款收到的现金14.14亿元。此外，2017年公司吸收投资收到现金为0.13亿元，主要系公司收到政府拨款转入构成。公司筹资活动现金流出主要由偿还债务支付的现金以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金构成；同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为3.23亿元，同比大幅减少84.16%。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力尚可；公司长期偿债压力有所增加，但考虑到政府对公司持续的资金支持，公司整体偿债风险较小。公司担保比率较高，存在一定或有债务的风险。

从短期偿债能力指标看，2017年底由于流

动负债的增长，公司流动比率和速动比率分别下降至270.15%和189.09%，分别较上年减少29.09个百分点和15.10个百分点。同期，公司经营现金流动负债比为-1.28%。截至2017年底，公司现金类资产为公司短期债务的1.45倍。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017年公司EBITDA为3.03亿元，同比减少15.48%；同期由于公司债务规模增长，全部债务/EBITDA增加至15.97倍，跟踪期债务偿还压力增大。但考虑到政府对公司持续的资金支持，公司整体偿债风险较小。

截至2017年底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为31.73亿元，已全部使用完毕，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至2017年底，公司对外担保合计20.09亿元，担保比率27.17%，被担保单位均为事业单位和国有企业，经营正常，不存在逾期担保的情况。总体看，跟踪期内，公司担保比率较高，存在一定或有债务的风险。

表7 截至2017年底公司对外担保情况

公司名称	担保金额(万元)
盐城市兴东投资发展有限公司	34900.00
东台市污水处理有限公司	10500.00
东台市水务建设投资有限公司	50000.00
东台市城东高新技术投资发展有限公司	23000.00
东台惠民城镇化建设发展有限公司	25500.00
东台市西溪旅游文化景区管理委员会	3000.00
东台市海港投资发展有限公司	39000.00
东台市东方建设投资发展有限公司	15000.00
合计	200900.00

资料来源：公司审计报告

九、存续期债券偿债能力分析

公司存续债券仅为“16东台国资债”，公司经营现金流入量对待偿还债券本金峰值保障能力强。

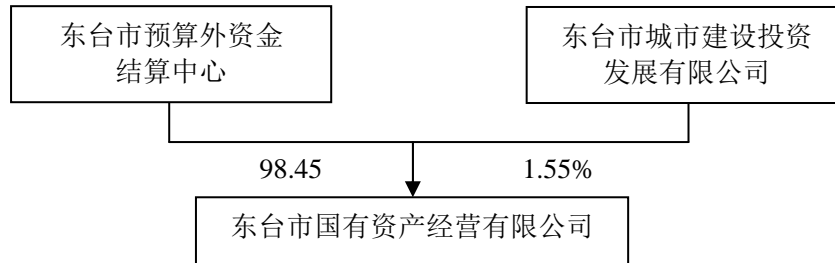
截至本跟踪评级报告出具之日，公司存续期内债券为“16东台国资债”，本金15.00亿元，在存续期的3~7年按本金的20%偿付，因

此未来待偿还债券本金峰值为 3.00 亿元。2017 年，公司 EBITDA 为 3.03 亿元，对未来待偿还债券本金峰值的覆盖倍数为 1.01 倍，保障能力一般；2017 年，公司经营活动现金流入量为 30.03 亿元，对未来待偿还债券本金峰值的覆盖倍数为 10.01 倍，保障能力强；公司经营活动产生的现金净流量为负，对存续期债券本金不具备保障能力。

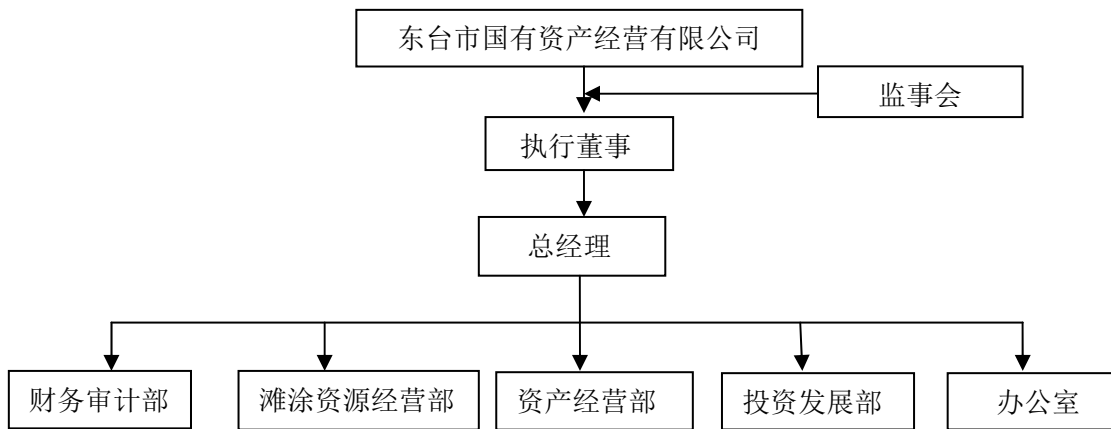
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“16 东台国资债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.05	20.21	21.55
资产总额(亿元)	117.17	151.35	151.97
所有者权益(亿元)	69.19	73.54	73.94
短期债务(亿元)	11.30	7.88	14.89
长期债务(亿元)	16.27	33.66	33.45
全部债务(亿元)	27.57	41.54	48.35
营业收入(亿元)	6.94	6.93	7.11
利润总额(亿元)	2.18	1.79	0.83
EBITDA(亿元)	3.24	3.58	3.03
经营性净现金流(亿元)	-10.90	-4.39	-0.51
财务指标			
销售债权周转次数(次)	4.24	2.35	1.52
存货周转次数(次)	0.18	0.17	0.20
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.05
现金收入比(%)	59.83	98.86	58.80
营业利润率(%)	8.26	14.49	7.54
总资本收益率(%)	3.07	2.80	1.86
净资产收益率(%)	3.17	2.36	1.11
长期债务资本化比率(%)	19.04	31.40	31.15
全部债务资本化比率(%)	28.49	36.10	39.54
资产负债率(%)	40.95	51.41	51.34
流动比率(%)	262.05	299.24	270.15
速动比率(%)	142.25	204.19	189.09
经营现金流动负债比(%)	-38.32	-6.39	-1.28
全部债务/EBITDA(倍)	8.51	11.59	15.97

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。