

信用等级公告

联合〔2019〕1522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
二〇一九年六月十九日



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

债券简称	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: 2019年6月19日

财务数据:

项 目	2016年	2017年	2018年
现金类资产(亿元)	20.21	21.55	10.66
资产总额(亿元)	151.35	151.97	193.78
所有者权益(亿元)	73.54	73.94	118.46
短期债务(亿元)	7.88	14.89	12.97
长期债务(亿元)	33.66	33.45	28.30
全部债务(亿元)	41.54	48.35	41.27
营业收入(亿元)	6.93	7.11	7.06
利润总额(亿元)	1.79	0.83	0.51
EBITDA(亿元)	3.59	3.00	3.16
经营性净现金流(亿元)	-4.39	-0.51	-10.39
应收类款项/资产总额(%)	31.32	32.30	35.33
营业利润率(%)	14.49	7.54	8.19
净资产收益率(%)	2.36	1.11	0.43
资产负债率(%)	51.41	51.34	38.87
全部债务资本化比率(%)	36.10	39.54	25.84
流动比率(%)	299.24	270.15	251.19
经营现金流流动负债比(%)	-6.39	-1.28	-23.62
全部债务/EBITDA(倍)	11.59	15.97	13.07

数据来源: 公司提供

分析师: 张宁 高志杰

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代建项目业务持续性有待观察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,东台市经济稳步增长,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财政补贴等方面的支持。

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，公司暂无代建项目，代建业务持续性有待观察。

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、企业基本情况

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”)控股股东仍为东台市预算外资金结算中心，实际控制人仍为东台市人民政府。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化，截至2018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2018年底，公司(合并)资产总额193.78亿元，所有者权益合计118.46亿元；2018年，公司实现营业收入7.06亿元，利润总额0.51亿元。

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2019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2019年3月底，“16东台国资债”募集资金已全部用于项目建设。

“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2019年3月底，项目已经完工并交付政府，但尚未确认收入。

表1 截至2019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年

资料来源：联合资信整理

四、行业分析及区域经济

1. 城市基础设施建设行业

(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快速发展、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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台(一般称城投企业或地方政府投融资平台公司)应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了

一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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。2014年，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

根据2014年《43号文》，财政部发布《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，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行

压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2 2018 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
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9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”。
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。

	见》国发办〔2019〕6号	
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10号	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济

跟踪期内，东台市经济不断发展，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《2018年东台市政府工作报告》，2018年，东台市实现地区生产总值878.60亿元，增

长5.60%。其中，第一产业增加值99.0亿元，增长3.50%；第二产业增加值356.10亿元，增长3.60%；第三产业增加值423.50亿元，增长7.90%。全市人均地区生产总值90548元，增长9.20%。实现社会消费品零售总额290.10亿元，增长6.50%。全年固定资产投资421.60亿元，增长11.90%；社会消费品零售总额290.10亿元，增长6.50%；全市居民人均可支配收入31817元，较上年增长8.90%。

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，2018年东台市一般公共预算收入有所增长，财政自给能力一般，公司在收入补贴和资本注入方面获得支持。

根据东台市《2018年预算执行情况和2019年预算草案的报告》，2018年东台市全年完成一般公共预算收入56.70亿元，同比增长5.00%。其中，税收收入和非税收入的比重分别为80.60%和19.40%。政府性基金收入25.73亿元，同比下降3.67%，全年一般公共预算支出85.60

亿元，财政自给率66.24%，财政自给率一般。

收入补贴

跟踪期内，政府在补贴投入上持续给予公司一定支持。2018年，公司收到政府经营扶持补贴2.37亿元，作为“其他收益—经营扶持补贴”；公司收到政府粮食、旅游补贴收入0.19亿元，计入“其他收益”。

资本注入

跟踪期内，东台市国有资产监督管理办公室将价值39.63亿元的土地划拨给公司作为政府性投入，计入“资本公积”科目；同期，公司收到东台市财政局4.50亿元资本性投入，计入“资本公积”科目。

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：G10320981000889401），截至2019年5月7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2019年5月7日，未发现公司被列入

全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理，高管人员和管理制度方面无重大变化，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上升。

2018年，公司实现营业收入7.06亿元，与上年基本持平。公司收入构成仍以委托代建工程施工收入（占比61.77%）和农产品销售收入（占比27.72%）为主。从毛利率看，2018年，公司综合毛利率为10.93%，较上年增长1.91个百分点，主要系毛利率较高委托代建工程施工收入以及宾馆餐饮收入占比提高所致。此外，毛利较低的农产品销售业务占比降低也对综合毛利率产生一定影响。

表3 2017~2018年公司营业收入情况（单位：万元、%）

项 目	2017年			2018年			
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
委托代建工程施工	40999.11	57.65	10.43	43621.39	61.77	10.43	
宾馆餐饮	1647.01	2.32	68.43	2221.50	3.15	65.40	
农产品销售	树苗销售	815.71	1.15	90.26	1051.81	1.49	78.92
	蚕种销售	115.41	0.16	-44.96	120.23	0.17	-55.44
	粮食销售	22746.42	31.98	2.98	18403.24	26.06	2.69
管网维修费	143.95	0.20	50.06	171.28	0.24	77.94	
租赁	房屋租金和土地承包	2330.11	3.28	-95.90	2676.49	3.79	-64.78
	鱼塘承包	815.37	1.15	99.99	824.18	1.17	100.00
黄海森林景区收入	621.13	0.87	68.30	935.22	1.32	80.55	
代储省外储备粮业务	537.11	0.76	63.94	426.97	0.60	72.17	
其他业务	350.45	0.49	63.66	172.15	0.24	99.58	
合计	71121.80	100.00	9.02	70624.47	100.00	10.93	

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所有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有待观察。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，根据公司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，2013~2018年，公司累计实现基础设施建设工程收入合计20.29亿元，其中2018年为4.36亿元。2013~2018年，公司已完成回购项目经确认后实际投入金额为17.87亿元，公司按照实际投入金额的15%计提委托建设费，共计提2.68亿元。截至2018年底，上述回购款已经到位12.29亿元（其中2018年到位2.38亿元）。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2018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2018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土地收储、科创大厦和迎宾路等项目共6.38亿元。截至2019年3月底，公司在建项目已经全部完工，公司目前暂无代建工程项目，未来筹资压力较小，该业务持续性有待观察。

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。

截至2018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、5160.21万平方米和852.21万平方米。2018年，公司实现房屋租金收入和土地承包收入0.26亿元，鱼塘承包收入824.18万元，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，公司计提折旧导致2017~2018年房屋租金和土地承包板块毛利率表现为大幅亏损，分别为-95.90%和-64.78%。

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。2018年，公司宾馆餐饮板块实现收入0.22亿元，同比增长34.85%；毛利率为65.40%，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经营。公司农产品的销售品种主要包括树苗、蚕种和粮食等。2018年，公司农产品销售业务收入为1.96亿元，同比下降17.30%。受粮食成本下降影响，农产品销售毛利率小幅上升至6.43%。

供水业务板块的运营主体为其全资子公司东台市区域供水公司，收入主要来源于管网维修费，2018年公司实现管网维修费收入171.28万元，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，2018年公司实现该板块收入增加至935.22万元。受景区设施投入减少影响，旅游业务毛利率上升至80.55%，毛利率水平较高。

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，2018年，公司实现收入426.97万元，较上年减少110.14万元。同期，受业务运营成本下降的影响，代储省外储备粮业务毛利率增长8.23个百分点。

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。2018年，公司该板块实现收入172.15万元，同比减少50.88%，主要系林场租赁收入减少所致。

3. 未来发展

公司未来将在现有业务基础上积极开拓新能源投资和安保业务。公司计划开展分布式光伏发电项目，寻找机会和大型能源企业合作开发东台市集中式光伏、海上风电和陆上风电项目。此外，公司将逐步接手东台市安保业务，强化与公安部门合作，推动单位技防、金融安保和校园安保等经营业务。

八、财务分析

公司提供了2018年合并财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并报表范围看，2018年公司合并范围减少东台市梁北生物科技有限公司和江苏东台鱼汤面餐饮管理有限公司，由于两家子公司规模较小，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大幅增加。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2018年底，公司资产总额193.78亿元，较上年大幅增长，主要系政府无偿划拨大量土地所致，结构上以流动资产为主。

表4 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	21.55	14.18	10.66	5.54
应收账款	6.18	4.07	10.34	5.37
其他应收款	42.90	28.23	57.66	29.95
存货	32.20	21.19	31.53	16.38
流动资产合计	107.31	70.61	110.48	57.39
可供出售金融资产	6.18	4.07	6.31	3.28
投资性房地产	5.01	3.30	4.73	2.46
固定资产	5.08	3.34	4.93	2.56
在建工程	5.44	3.58	6.59	3.42
无形资产	22.82	15.02	60.50	30.76
非流动资产合计	44.66	29.39	83.30	42.61
资产总额	151.97	100.00	193.78	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司流动资产110.48亿元，较上年底基本持平。公司货币资金10.66亿元，较2017年下降50.52%，结构上主要由银行存款（占比59.47%）以及其他货币资金（占比40.53%）构成。公司货币资金中受限资金为4.32亿元。公司应收账款10.34亿元，同比增长67.22%，主要系与东台沿海湿地旅游度假区经济区政府管理委员会应收账款增加所致；公司应收账款主要由应收东台沿海湿地旅游度假区经济区政府管理委员会款项（占79.88%）构成，不可收回可能性较小。公司其他应收款57.66亿元，同比增长34.40%，主要系与东台沿海湿地旅游度假区经济区政府管理委员会和江苏东台经济开发区管理委员会等往来款增长所致；截至2018年底公司对其他应收款累计提取0.16亿元的坏账准备，计提比例为0.28%；从集中度看，其他应收账款前五名余额为38.46亿元，占其他应收账款余额的比例为75.85%，集中度高；公司存货31.53亿元，较上年略有下降；结构上主要由工程施工（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；2018年底公司未计提存货跌价准备。公司其他流动资产0.15亿元，同比下降93.37%，主要系公司理财产品到期所致。

截至 2018 年底，公司非流动资产为 83.30 亿元，同比大幅增长 86.52%，主要系政府无偿划拨土地导致无形资产增加所致；结构上仍以无形资产为主。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 6.31 亿元，较 2017 年无明显变化；公司投资性房地产为 4.73 亿元，同比减少 5.66%，主要系房屋建筑物计提折旧所致；公司固定资产 4.93 亿元，同比下降 2.82%，主要系房屋建筑物计提折旧所致；公司在建工程 6.59 亿元，同比增长 21.18%，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 60.50 亿元，同比增长 165.11%，主要系政府无偿划拨土地导致无形资产增加所致；截至 2018 年底，公司累计对无形资产提取摊销 0.33 亿元，未计提减值准备。公司资产负债中，受限资产主要包括土地使用权、房屋产权和银行货币资金，受限资金 4.32 亿元，土地使用权及房屋产权账面价值 36.31 亿元，抵押比率为 34.30%，抵押比率较高。

2. 资本结构

跟踪期内，公司权益规模大幅增长；公司有息债务规模有所下降，债务水平较上年下降明显。

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 118.46 亿元，同比大幅增长 60.21%，主要系政府无偿划入土地所致。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 7.09%、87.91%和 4.76%。结构上，资本公积占比上升；其中，归属于母公司所有者权益在所有者权益中的比重为 77.00%。

表5 公司所有者权益构成情况(单位: 亿元、%)

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本(或股本)	6.47	8.75	6.47	5.46
资本公积	36.17	48.92	80.19	67.69
未分配利润	3.84	5.19	4.34	3.74
少数股东权益	27.31	36.94	27.24	23.00
所有者权益合计	73.94	100.00	118.46	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司负债总额 75.32 亿元，同比小幅下降 3.47%，结构上以流动负债为主（占 58.39%）。公司流动负债为 43.98 亿元，同比增长 10.73%，主要其他应付款增加所致；公司短期借款为 8.74 亿元，同比增长 18.50%，构成主要以抵押借款（占 40.05%）和保证借款（占 44.74%）为主；公司应付票据为 1.10 亿元，同比增长 124.49%，主要系公司银行承兑汇票增加所致；公司其他应付款余额为 28.36 亿元，同比增长 21.73%，主要系公司往来款增加所致；公司一年内到期的非流动负债 4.23 亿元，同比下降 39.48%，主要是由一年内到期的长期借款构成。

表6 公司主要负债构成情况(单位: 亿元、%)

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.38	9.46	8.74	11.60
其他应付款	23.29	29.85	28.36	37.65
一年内到期的非流动负债	7.03	9.01	4.23	5.62
流动负债	39.72	50.90	43.98	58.39
长期借款	18.55	23.77	13.37	17.75
递延收益	2.93	3.75	2.86	3.80
应付债券	14.91	19.11	14.93	19.82
非流动负债	38.31	49.10	31.34	41.61
负债合计	78.03	100.00	75.32	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司非流动负债为 31.34 亿元，同比减少 18.19%，主要系长期借款减少所致；公司长期借款 13.37 亿元，同比减少 37.93%，结构上由抵押借款（占比 27.97%）、保证借款（占比 34.78%）和混合借款（占比 37.25%）构成；公司应付债券为 14.93 亿元，全部由公司发行“16 东台国资债”15.00 亿元构成，其中利息调整-684.69 万元；公司长期应付款 0.18 亿元，同比减少 89.31%，主要系公司偿还 1.72 亿政府置换债务所致；公司递延收益为 2.85 亿元，同比减少 2.56%，结构上主要由国资运营补贴构成。

截至 2018 年底，公司全部债务 41.27 亿元，同比下降 14.65%。从债务结构来看，公司长期

债务占比上升至 68.57%。截至 2018 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 38.87%、25.84% 和 19.28%，均较上年末大幅下降。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模较上年基本持平；营业利润率保持稳定，整体看公司盈利能力仍然较弱。

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。2018 年，公司营业收入为 7.06 亿元，保持相对稳定；同期，公司营业成本为 6.29 亿元，同比下降 2.79%，降幅高于营业收入降幅。

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，2018 年公司期间费用（销售费用、财务费用和管理费用）为 2.82 亿元，较上年增长 30.89%。2018 年，公司期间费占营业收入的 39.88%，较上年增加 9.62 个百分点。总体看，公司对期间费用控制能力仍有待加强。同期，公司实现其他收益 2.56 亿元，主要由经营扶持补贴构成。2018 年公司营业外收入为 0.01 亿元，同期，公司利润总额为 0.51 亿元。公司利润总额对政府补助依赖较强。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 8.19%，较 2017 年保持稳定。同期，由于净利润减少，公司总资本收益率和净资产收益率下降至 1.76% 和 0.43%，公司盈利能力仍较弱。

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，2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金流入同比增长 9.81% 至

4.59 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 26.38 亿元和 38.27 亿元；2018 年公司购买商品、接受劳务支付的现金 2.52 亿元，同比减少 48.25%，主要系公司前期支付预付款项较多所致；2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 -10.39 亿元。从收入实现质量来看，2018 年，公司现金收入比为 65.02%，较上年增长 6.22 个百分点，回款情况差，主要系公司代建项目回款较差所致。

投资活动方面，2018 年公司投资活动现金流入规模较小，为 -0.16 亿元，主要系公司处置子公司及其他单位发生现金流出所致；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投资支付的现金构成。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 0.91 亿元，主要系公司黄海森林景区投入所致。2018 年公司投资活动较上年有所减少，但仍表现为净流出 1.20 亿元。

从筹资活动看，2018 年公司筹资活动现金流入为 15.20 亿元，同比增长 6.55%，主要为取得借款收到的现金 13.52 亿元。此外，2018 年公司吸收投资收到现金为 1.67 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 -2.60 亿元，同比大幅下降。

5. 母公司财务概况

跟踪期内，母公司资产总额大幅增长，营业获利能力较差，母公司经营活动和投资活动对筹资能力依赖较强。

截至 2018 年底，母公司资产 75.96 亿元，较 2017 年底增长 52.39%，主要系政府进行资产注入所致。其中，流动资产 30.17 亿元，非流动资产 45.80 亿元。截至 2018 年底，母公司所有者权益 43.34 亿元，较 2017 年大幅增长，主要系资本公积增长所致；母公司负债总额

32.62 亿元，较 2017 年减少 11.02%。其中流动负债 14.92 亿元，非流动负债 17.70 亿元。2018 年，母公司营业收入 0.03 亿元，较 2017 年大幅增长；母公司营业利润率-8.92%，利润总额 0.71 亿元，营业获利能力较差。现金流方面，母公司经营活动现金流量净额-13.23 亿元，投资活动现金流量净额-0.11 亿元，筹资活动现金流量净额 0.51 亿元，经营活动和投资活动对筹资能力依赖较强。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债压力大；公司长期偿债压力有所增加，但考虑到政府对持续的资金支持，公司整体偿债风险很低。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，2018 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 251.19%和 179.50%，分别较上年减少 18.97 个百分点和 9.59 个百分点。同期，公司经营现金流动负债比为-23.62%。截至 2018 年底，公司现金类资产为公司短期债务的 0.76 倍。总体看，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 3.16 亿元，同比减少 22.02%；同期全部债务/EBITDA 降至 13.07 倍，跟踪期债务偿还压力增大。但考虑到政府对持续的资金支持，公司整体偿债风险很低。

截至 2018 年底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 21.85 亿元，已全部使用完毕，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2018 年底，公司对外担保合计 28.14 亿元，担保比率 24.02%，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 2018 年底公司对外担保情况

公司名称	担保金额 (亿元)
东台市污水处理有限公司	6.55
东台市水务建设投资有限公司	8.00

东台惠民城镇化建设发展有限公司	2.00
东台市梁北生物科技有限公司	2.50
东台市东方建设投资发展有限公司	1.50
东台市西溪旅游文化景区管理委员会	0.30
东台海港现代农业有限公司	3.80
盐城市兴东投资发展有限公司	3.49
合计	28.14

资料来源：公司审计报告

九、存续期债券偿债能力分析

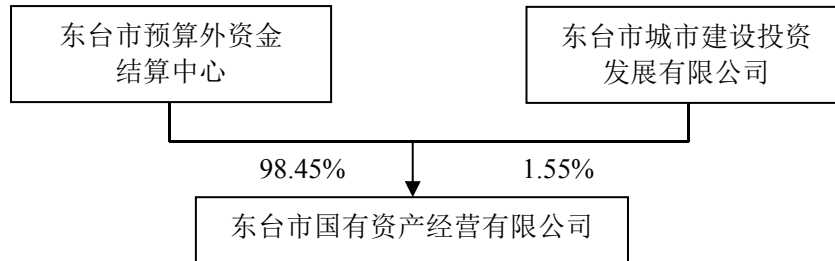
公司存续债券仅为“16 东台国资债”，公司经营活动现金流入量对待偿还债券本金峰值保障能力强。

截至 2019 年 3 月底，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。2018 年，公司 EBITDA 为 3.16 亿元，对未来待偿还债券本金峰值的覆盖倍数为 1.05 倍，保障能力尚可；2018 年，公司经营活动现金流入量为 30.97 亿元，对未来待偿还债券本金峰值的覆盖倍数为 10.32 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。

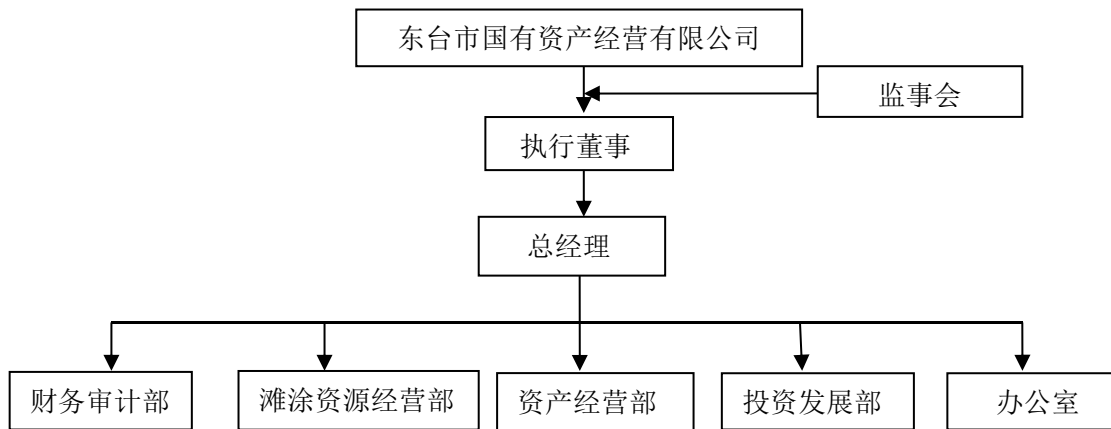
十、结论

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 截至 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司组织结构图



附件 2 主要财务计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	20.21	21.55	10.66
资产总额(亿元)	151.35	151.97	193.78
所有者权益(亿元)	73.54	73.94	118.46
短期债务(亿元)	7.88	14.89	12.97
长期债务(亿元)	33.66	33.45	28.30
全部债务(亿元)	41.54	48.35	41.27
营业收入(亿元)	6.93	7.11	7.06
利润总额(亿元)	1.79	0.83	0.51
EBITDA(亿元)	3.58	3.03	3.16
经营性净现金流(亿元)	-4.39	-0.51	-10.39
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.35	1.52	0.85
存货周转次数(次)	0.17	0.20	0.20
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.04
现金收入比(%)	98.86	58.80	65.02
应收类款项/资产总额(%)	31.32	32.30	35.33
营业利润率(%)	14.49	7.54	8.19
总资本收益率(%)	2.80	1.86	1.76
净资产收益率(%)	2.36	1.11	0.43
长期债务资本化比率(%)	31.40	31.15	19.28
全部债务资本化比率(%)	36.10	39.54	25.84
资产负债率(%)	51.41	51.34	38.87
流动比率(%)	299.24	270.15	251.19
速动比率(%)	204.19	189.09	179.50
经营现金流动负债比(%)	-6.39	-1.28	-23.62
全部债务/EBITDA(倍)	11.59	15.97	13.07

注：数据来源公司审计报告

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款)/资产总额×100%
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

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 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。

附件 4-3 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