

信用等级公告

联合〔2020〕1372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



东台市国有资产经营有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
东台市国有资产经营有限公司	AA	稳定	AA	稳定
16 东台国资债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 东台国资债	15.00 亿元	12.00 亿元	2023/11/16

注:上述债券仅包括由联合资信评级,且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间:2020 年 6 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa	评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素 评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	5
			现金流量	4
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				
--				
调整子级				
--				

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级,各级因子评价划分为 6 档,1 档最好,6 档最差;财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级,各级因子评价划分为 7 档,1 档最好,7 档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

东台市国有资产经营有限公司(以下简称“公司”)是东台市基础设施投资建设及国有资产经营的重要主体。跟踪期内,东台市经济稳步增长,公司在资产及资金划拨、经营补贴方面获得政府有力支持。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司面临较大的集中偿付压力、资产流动性弱且质量一般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。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. 公司的外部发展环境向好。2019 年,东台市预计实现地区生产总值 940 亿元,同比增长 5%,为公司发展提供了良好的外部发展环境。
2. 公司持续获得有力的外部支持。跟踪期内,公司收到政府拨入资金及资产合计 17.72 亿元,收到政府拨付经营补贴 2.62 亿元。

关注

1. 公司面临较大的集中偿付压力。2020—2022 年,公司需要偿还到期债务分别为 20.00 亿元、8.36 亿元和 11.51 亿元,2020 年公司面临较大的集中偿付压力。
2. 公司资产流动性弱且质量一般。截至 2019 年底,公司无形资产 77.18 亿元,主要为滩涂资产,资产流动性弱且质量一般。

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

主要财务数据：

合并口径			
项目	2017年	2018年	2019年
现金类资产(亿元)	21.55	10.66	14.03
资产总额(亿元)	151.97	193.78	210.65
所有者权益(亿元)	73.94	118.46	137.49
短期债务(亿元)	14.89	14.07	20.00
长期债务(亿元)	33.45	28.30	30.09
全部债务(亿元)	48.35	42.37	50.09
营业收入(亿元)	7.11	7.06	5.65
利润总额(亿元)	0.83	0.51	0.89
EBITDA(亿元)	3.00	3.16	3.33
经营性净现金流(亿元)	-0.51	-10.39	0.64
营业利润率(%)	7.54	8.19	23.23
净资产收益率(%)	1.11	0.42	0.65
资产负债率(%)	51.34	38.87	34.73
全部债务资本化比率(%)	39.54	26.34	26.70
流动比率(%)	270.15	251.19	273.16
经营现金流动负债比(%)	-1.28	-23.62	1.60
现金短期债务比(倍)	1.45	0.76	0.70
EBITDA利息倍数(倍)	1.03	0.69	0.84
全部债务/EBITDA(倍)	16.12	13.42	15.02
公司本部（母公司）			
项目	2017年	2018年	2019年
资产总额(亿元)	49.85	75.96	75.64
所有者权益(亿元)	13.18	43.34	44.87
全部债务(亿元)	16.50	14.93	15.44
营业收入(亿元)	0.01	0.03	0.03
利润总额(亿元)	0.16	0.71	-0.58
资产负债率(%)	73.55	42.95	40.67
全部债务资本化比率(%)	55.60	25.62	25.60
流动比率(%)	157.46	202.20	188.28
经营现金流动负债比(%)	9.63	-88.69	-3.00

主体评级历史：

债券简称	信用等级	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16东台国资债	AA	AA	稳定	2020/6/19	张宁、高志杰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
16东台国资债	AA	AA	稳定	2016/10/8	王治、张宁、王康	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2020 年跟踪评级报告

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关于东台市国有资产经营有限公司（以下简称“公司”或“东台国资”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司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。截至 2019 年底，公司注册资本及实收资本均为 6.47 亿元，较 2018 年底未发生变化。

跟踪期内，公司职能定位及营业范围未发生变化。截至 2019 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；公司合并范围子公司 5 家。

截至 2019 年底，公司（合并）资产 210.65 亿元，所有者权益 137.49 亿元（其中少数股东权益 26.76 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 5.65 亿元，利润总额 0.89 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、债券概况与募集资金使用情况

截至 2020 年 3 月底，联合资信所评“16 东台国资债”尚需偿还债券余额 12.00 亿元。跟踪期内，公司已足额支付“16 东台国资债”分期本金 3.00 亿元及利息。截至 2020 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 跟踪评级债券概况（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	12.00	2016/11/16	7 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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,城投企业的政府融资职能逐渐剥离,城投企业逐步开始规范转型。但是,作为地方基础设施投资建设运营主体,城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响,我国经济下行压力持续增大,在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上,政府持续加大在基础设施领域补短板的力度,明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持,充分发挥基建逆经济周期调节作用,一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理,并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来,国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理,并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制,要求坚决遏制隐性债务增量,并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年,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变化和调整,政府及监管部门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。

2019年以来,我国经济下行压力持续增大,在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上,政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持,充分发挥基建逆经济周期调节作用,一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压

力。具体来看,防范债务风险方面,财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文,旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限,严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月,监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》,指出在不新增隐性债务的前提下,允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换,推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中,主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是,由于信托、融资租赁等非标准化债权(以下简称“非标”)融资用款限制少,可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题,不符合隐性债务置换要求,非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面,2019年9月,国务院印发《交通强国建设纲要》,强调在交通基础设施建设领域补短板,建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月,中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出,当前扩大有效投资要把水利工程及配套基础设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面,2019年9月,国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》,指出对“短板”领域的基础设施项目,可适当降低资本金最低比例;对基础设施领域,允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具,多渠道规范筹措投资项目资本金,从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来,国家进一步出台各种政策措施,推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月,中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入,加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外,2019年11月、2020年2

月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确

了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20% 左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

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，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资

占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量

和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

跟踪期内，东台市经济持续增长，为公司发展提供了良好的外部发展环境。

根据《关于东台市 2019 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2020 年国民经济和社会发展计划草案的报告》，2019 年，东台市预计实现地区生产总值 940 亿元，同比增长 5%，其中服务业增加值 458 亿元，同比增长 7.60%，固定资产投资 438 亿元，同比增长 5%；社会消费品零售总额 313 亿元，同比增长 8%，外贸进出口总额 10 亿美元；全社会研发投入占 GDP 比重达 2.3%；单位 GDP 能耗下降 4%；城乡居民人均可支配收入分别达 41400 元、25400 元。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司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。截至 2019 年底，公司注册资本及实收资本均为 6.47 亿元，较 2018 年底未发生变化。

2. 外部支持

跟踪期内，受税收收入下降影响，东台市一般公共预算收入有所下降。公司在经营补贴、资产、资金划拨方面获得有力的外部支持。

根据《关于东台市 2019 年预算执行情况和 2020 年预算草案的报告》，2019 年，东台市全市实现一般公共预算收入 52.00 亿元，同比下降 8.30%，其中税收收入 42.09 亿元，同比下降 7.9%，税收收入占比 81%，收入质量较好。同年，东台市一般公共预算支出 107.52 亿元，财政自给率 48.36%，自给率低。全年收到上级补助 41.90 亿元（包括返还性收入、一般性转移支付收入和专项转移支付收入），政府性基金收入 31.89 亿元，同比增长 23.9%。截至 2019 年底，东台市债务总额 122.73 亿元，其中一般债务 66.49 亿元，专项债务 56.24 亿元，债务率¹97.57%，债务负担重。

资产、资金划拨

2019 年，公司收到东台市财政局支付的增资款 1.11 亿元，收到政府划入的海域使用权资产 7.22 亿元、土地使用权资产 9.26 亿元和股权资产 0.13 亿元，均计入“资本公积”。

经营补贴

2019 年，公司收到政府拨付的经营补贴资金 2.62 亿元，计入“其他收益”。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无已结清和未结清不良信贷，信贷履约情况良好。

根据公司提供的 2020 年 6 月 9 日《企业信用报告（自主查询版）》，（统一社会信用代码：9132098167764027XH），跟踪期内，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，信贷履约情况良好。

¹ 债务率=债务余额/（一般公共预算收入+上级补助+基金收入）*100%

截至 2020 年 6 月 12 日，联合资信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

表 3 2018 - 2019 年公司营业收入构成及毛利率（单位：万元、%）

项 目	2018 年			2019 年			
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
委托代建工程施工	43621.39	61.77	10.43	14375.76	25.44	10.43	
农产品销售	树苗销售	1051.81	1.49	78.92	2249.59	3.98	88.88
	蚕种销售	120.23	0.17	-55.44	102.14	0.18	-24.48
	粮食销售	18403.24	26.06	2.69	14428.82	25.53	-1.03
	小计	19575.28	27.72	6.43	16780.55	29.69	3.66
租赁	房屋租金和土地承包	2676.49	3.79	41.22	9696.92	17.16	32.17
	鱼塘承包	824.18	1.17	100.00	--	--	--
黄海森林景区收入	935.22	1.32	80.55	7041.06	12.46	87.29	
安保收入	--	--	--	4236.54	7.50	36.29	
宾馆餐饮	2221.50	3.15	65.40	2690.84	4.76	69.73	
其他业务	770.4	1.08	79.58	1685.19	2.99	84.37	
合计	70624.47	100.00	10.93	56506.85	100.00	26.41	

注：公司营业收入合计数与各板块总和不一致系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司委托代建工程施工业务收入下降明显；公司目前无在建及拟建项目，业务持续性有待观察。

公司委托代建工程施工业务主要集中在东台市沿海经济开发区，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（以下简称“沿海经开区管委会”）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

跟踪期内，受委托代建板块收入下降影响，公司收入规模有所下降，租赁和景区等板块收入增幅较大，公司收入仍呈多元化发展。

2019 年，公司实现营业收入 5.65 亿元，同比下降 19.99%，主要系公司委托代建业务收入下降所致。从收入结构上看，公司租赁业务和黄海森林景区收入增长较快，公司收入结构仍呈多元化发展。毛利率方面，2019 年公司综合毛利率 26.41%，同比增长 15.48 个百分点，主要系新增安保收入和黄海森林景区收入增长及毛利率提高所致。

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，公司委托代建工程施工业务收入下降明显。2013—2019 年，公司累计实现委托代建工程施工业务收入合计 21.73 亿元，其中 2019 年为 1.44 亿元。2013—2019 年，公司已完成回购项目经确认后实际投入金额为 18.90 亿元，公司按照实际投入金额的 15% 计提委托建设费，共计提 2.83 亿元。截至 2019

年底，上述回购款已经到位 12.65 亿元（其中 2019 年回款 0.36 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 2019 年底，上述款项尚未收到。联合资信将持续关注上述协议执行情况。

截至 2019 年底，公司“存货—工程施工”目前已完工但尚未回购的项目主要有土地收储项目、收储光亚土地、港城大道和中粮路等项目共 5.67 亿元，截至 2019 年底，公司无在建及拟建代建项目，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，新增安保收入，房屋租金及土地承包、黄海森林景区收入增幅较大，对公司营业收入形成有效补充。

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。2019 年，公司农产品销售业务收入为 1.68 亿元，同比下降 14.27%。受收购粮食成本增长影响，农产品销售综合毛利率下降至 3.66%。

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，2019 年公司实现该板块收入 0.70 亿元，同比大幅增长。受景区设施投入减少影响，旅游业务毛利率上升至 87.29%，毛利率水平高。

截至 2019 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。2019 年，公司实现房屋租金收入和土地承包收入

0.97 亿元。同期，出租业务毛利率 32.17%。

跟踪期内，公司新增安保业务收入，安保业务经营主体为东台市保安服务公司（以下简称“保安服务公司”）。2019 年，公司实现安保业务收入 0.42 亿元，毛利率 36.29%。

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。2019 年，公司宾馆餐饮板块实现收入 0.27 亿元，同比增长 22.12%；毛利率为 69.73%，较上年变化不大。

此外，公司其他业务收入主要包括供水业务、管网维修费收入、带储省外储备粮、海域使用权收入等。2019 年，公司实现其他业务收入 0.17 亿元，同比增长 118.83%，主要系海域使用权收入增长所致。

3. 未来发展

公司未来仍将以国有资产经营业务为主要发展方向，一方面，公司继续以滩涂经营、资产租赁及景区经营为主要经营方向；另一方面，公司着力推进转型升级发展，加大与新能源企业合作，开展联合经营项目；积极对外投资，拓展经营领域，增强有关子公司综合实力，优化其资产结构；继续推进公司安保服务和粮食购销业务做大。

八、财务分析

公司提供了 2019 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结论。

从合并报表范围看，2019 年公司合并范围未发生变化，截至 2019 年底，公司合并范围共 5 家子公司。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产有所增长，资产中滩涂资产、海域使用权资产及其他应收款占比较高，资产流动性较差且质量一般。

截至 2019 年底,公司资产总额合计 210.65 亿元,较 2018 年底增长 8.70%,主要系公司收到政府划拨的海域使用权资产所致。从结构上看,公司资产中主要为滩涂资产、海域使用权资产及其他应收款,资产流动性较差且质量一般。

表4 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.66	5.54	14.03	6.66
应收账款	10.34	5.37	9.35	4.44
其他应收款	57.66	29.95	55.05	26.13
存货	31.53	16.38	30.79	14.62
流动资产	110.48	57.39	109.58	52.02
可供出售金融资产	6.31	3.28	6.43	3.05
投资性房地产	4.73	2.46	4.45	2.11
固定资产	4.93	2.56	6.26	2.97
在建工程	6.59	3.42	6.54	3.10
无形资产	60.50	30.76	77.18	36.64
非流动资产	83.30	42.61	101.07	47.98
资产总额	193.78	100.00	210.65	100.00

资料来源:公司审计报告

截至 2019 年底,公司流动资产 109.58 亿元,较 2018 年底变化不大。公司货币资金 14.03 亿元,较 2018 年底增长 31.58%,其中主要为银行存款(58.37%)和其他货币资金(41.63%),其中受限货币资金 5.98 亿元,主要为保证金及存单质押等。公司应收账款 9.35 亿元,较 2018 年底下降 9.60%,主要系公司应收东台市城东高新技术投资发展有限公司(2.02 亿元,以下简称“城东高投”)转入其他应收款所致(应收沿海经开区管委会代建工程款增长 1.00 亿元);从结构上看,公司应收账款主要为度假区管委会的应收代建工程款(占比 99.04%),公司未对其计提坏账准备。公司其他应收款 55.05 亿元,较 2018 年底下降 4.53%,主要为对沿海经开区管委会和东台市财政局的往来款;截至 2019 年底,公司对其他应收款累计计提坏账准备 0.19 亿元,计提比例低;从集中度上看,其他应收款前五名合计 41.52 亿元,前五名合计占其他应收款余额 75.16%,

集中度高。公司存货 30.79 亿元,较 2018 年底下降 2.34%,主要系公司代建项目结转成本所致;从构成看,公司存货主要为待开发的土地资产(23.86 亿元,占 77.49%)和代建项目投入成本(6.38 亿元,占 20.72%)构成,其中待开发土地资产涉及土地 29 宗,均已足额缴纳契税和土地出让金并获得土地使用权证;截至 2019 年底,待开发土地资产中账面价值 20.43 亿元土地抵押受限。

截至 2019 年底,公司非流动资产 101.07 亿元,较 2018 年底增长 21.33%,主要系新增海域使用权资产导致无形资产增加所致。公司可供出售金融资产 6.43 亿元,较 2018 年底变化不大;从构成看,主要为公司持有的股权类资产。公司投资性房地产 4.45 亿元,较 2018 年底下降 5.99%,系房屋、建筑物计提折旧所致;公司投资性房地产中抵押账面价值 1.04 亿元,受消防手续不全影响,新公安大楼(账面价值 3.40 亿元)暂未办理产权证书,联合资信将持续关注产权证书办理情况。公司固定资产 6.26 亿元,较 2018 年底增长 26.93%,主要系公司建设黄海森林景区项目部分转入所致;公司固定资产中受限资产账面价值 4.76 亿元。公司在建工程 6.54 亿元,较 2018 年底变化不大,从构成看,公司在建项目主要为住建大厦(3.24 亿元)、黄海森林公园景区(1.97 亿元)和滩涂综合开发利用工程(0.95 亿元)。公司无形资产 77.18 亿元,较 2018 年底增长 27.56%,主要系政府划入海域使用权和土地使用权资产所致;从构成看,公司无形资产主要为政府划入的土地资产(账面价值 69.96 亿元,主要为滩涂土地,用途为水工建筑物用地、养殖及综合用地)和海域使用权(账面价值 7.22 亿元),其中受限资产账面价值 0.96 亿元。

截至 2019 年底,公司受限资产账面价值 33.18 亿元,分别为存货(土地使用权)20.43 亿元、固定资产 4.76 亿元、货币资金 5.98 亿元、投资性房地产 1.04 亿元和无形资产 0.96 亿元,合计占资产总额 15.75%,受限比例一般。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长；结构上少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般；所有者权益质量一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益 137.49 亿元，较 2018 年底增长 16.07%，主要系政府注入海域使用权（7.22 亿元）及土地使用权资产（9.49 亿元）导致资本公积增加所致。从结构上看，所有者权益中少数股东权益占比 19.11%，占比较高，所有者权益稳定性一般。公司资本公积中主要为滩涂资产和海域使用权，资产公益性较强，所有者权益质量一般。

表5 公司主要所有者权益构成情况(单位:亿元、%)

科目名称	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	6.47	5.46	6.47	4.71
资本公积	80.19	67.69	97.90	71.21
未分配利润	5.26	4.44	6.14	4.47
归属于母公司权益	92.13	77.77	110.73	80.54
少数股东权益	26.33	22.23	26.27	19.11
所有者权益	118.46	100.00	137.49	100.00

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司负债总额有所下降，有息债务规模有所增长，债务负担尚可，2020 年公司面临较大的集中偿付压力。

截至 2019 年底，公司负债 73.16 亿元，较 2018 年底有所下降。从结构上看，公司负债主要以流动负债为主。

表6 公司主要负债构成情况(单位:亿元、%)

科目名称	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.74	11.60	10.83	14.80
其他应付款	28.36	37.65	18.63	25.46
一年内到期的非流动负债	4.23	5.62	6.82	9.32
流动负债	43.98	58.39	40.12	54.84
长期借款	13.37	17.75	17.65	24.13
应付债券	14.93	19.82	12.44	17.00
非流动负债	31.34	41.61	33.04	45.16
负债合计	75.32	100.00	73.16	100.00

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司流动负债 40.12 亿元，

较 2018 年底下降 8.79%，主要系公司应付往来款减少所致。公司短期借款 10.83 亿元，较 2018 年底增长 23.93%，主要系保证借款及“保证+抵押”借款增长所致。公司应付票据 2.35 亿元，较 2018 年底大幅增长，主要系公司应付商业承兑汇票增长所致。公司其他应付款 18.63 亿元，较 2018 年底下降 34.31%，主要系公司应付往来款减少所致。公司一年内到期的非流动负债 6.82 亿元，较 2018 年底增长 61.35%，主要系“16 东台国资债”一年内到期的分期偿还本金转入所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 33.04 亿元，较 2018 年底增长 5.44%，主要系长期借款增长所致。公司长期借款 17.65 亿元，较 2018 年底增长 32.05%，主要系“保证+抵押”借款和“保证+抵押+质押”借款增长所致。公司应付债券 12.44 亿元，较 2018 年底下降 16.68%，主要系“16 东台国资债”偿还（3.00 亿元）及转出（3.00 亿元）所致，从构成看，公司应付债券包括“16 东台国资债”（余额 11.95 亿元）和“19CFZR240”（金额 3.50 亿元，期限 3 年，利率 7%）。

截至 2019 年底，公司全部债务 50.09 亿元，较 2018 年底增长 18.24%，其中短期债务占 39.93%，长期债务占 60.07%，以长期债务为主。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 34.73%、26.70% 和 17.96%，除全部债务资本化比率外均有所下降，债务负担尚可。2020—2022 年，公司需要偿还到期债务分别为 20.00 亿元、8.36 亿元和 11.51 亿元，2020 年公司面临较大的集中偿付压力。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，期间费用控制能力弱，利润总额对政府补助依赖性强，公司整体盈利能力较弱。

2019 年，公司实现营业收入 5.65 亿元，同比下降 19.99%，主要系公司代建业务收入下

降所致；同期公司营业成本 4.16 亿元，同比下降 33.90%，大于营业收入降幅。公司营业利润率 23.23%，同比增长 15.04 个百分点。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用 3.01 亿元，同比增长 6.97%，期间费用率 53.31%，同比增长 13.43 个百分点。公司期间费用控制能力弱，控制能力有待加强。公司其他收益 2.62 亿元，全部为收到政府经营补贴。同期，公司利润总额 0.89 亿元，利润总额对政府补助依赖性强。

从盈利指标来看，2019 年，公司总资本收益率 1.56%，同比下降 0.17 个百分点；公司净资产收益率 0.65%，同比增长 0.22 个百分点。公司整体盈利能力较弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，受支付往来款规模下降影响，公司经营活动净现金流转为净流入；投资活动现金流规模较小；受对外融资规模较大影响，筹资活动现金流由净流出转为净流入。

经营活动方面，跟踪期内，公司经营活动现金流入主要为收到的往来款及销售商品、提供劳务收到的现金。公司现金收入比 59.98%，同比下降 5.04 个百分点，收现质量较差，主要系公司代建业务回款进度滞后所致。经营活动现金流出主要为公司支付的往来款。2019 年，受公司支付往来款减少影响，公司经营活动现金流由净流出转为净流入，经营活动现金流量净额 0.64 亿元。

投资活动方面，跟踪期内，公司投资活动支付的现金规模较小。投资活动现金流出方面，主要为公司自建黄海森林景区项目投入支付的现金。2019 年，公司投资活动现金流量净额 -1.25 亿元。

筹资活动方面，跟踪期内，公司筹资活动现金流入主要为公司取得银行借款收到的现金。公司吸收投资收到的现金 1.11 亿元，系公司收到的东台市财政局划入的增资款。筹资活动现金流出方面，主要为公司偿还债务支付的

现金。2019 年，受公司对外融资规模较大影响，公司筹资活动现金流量净额 2.31 亿元，由净流出转为净流入。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力和长期偿债能力均较弱，考虑到公司获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 273.16% 和 196.40%，分别较 2018 年底增长 21.97 个百分点和 16.90 个百分点。公司扣除受限的现金类资产对短期债务保障倍数 0.40 倍。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2019 年公司 EBITDA 为 3.33 亿元，同比增长 5.59%，公司 EBITDA 主要由费用化利息（占比 61.26%）构成。公司全部债务/EBITDA 倍数增长至 15.02 倍，公司长期偿债能力较弱。

截至 2019 年底，公司无外担保。

截至 2019 年底，公司获得的各银行授信总额为 37.53 亿元，已使用授信额度 29.49 亿元，尚未使用额度为 8.04 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

考虑到政府有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

6. 母公司财务情况

跟踪期内，母公司资产流动性一般，所有者权益稳定性好；母公司短期偿债能力尚可，整体偿债能力较弱，公司收入主要集中在下属子公司。

截至 2019 年底，母公司资产总额 75.64 亿元，较 2018 年底变化不大，母公司资产主要为非流动资产，资产中主要为应收类款项及无形资产，资产流动性一般。

截至 2019 年底，母公司所有者权益 44.87 亿元，较 2018 年底增长 3.54%，主要系资本公积增长所致。母公司所有者权益主要以资本

公积和实收资本为主，所有者权益稳定性好。

截至 2019 年底，母公司负债总额 30.76 亿元，较 2018 年底下降 5.70%，主要系借款和往来款减少所致。截至 2019 年底，母公司短期债务 3.00 亿元，现金类资产对短期债务覆盖倍数较好，母公司短期偿债能力尚可；母公司全部债务 15.44 亿元，全部债务/ EBITDA 为 83.62 倍，母公司整体偿债能力较弱。

2019 年，母公司实现营业收入 0.03 亿元，收入规模较小，公司收入主要集中于下属子公司。

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。

九、存续债券偿债能力分析

截至 2019 年底，公司存续债券余额 15.50 亿元，一年内到期的应付债券 3.00 亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来存续债券的集中偿付压力较大。

截至 2019 年底，公司一年内到期兑付债券金额 3.00 亿元，2022 年公司将达到存续债券待偿本金峰值 6.50 亿元。2019 年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 20.05 亿元、0.64 亿元和 3.33 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表 7 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2020 年
一年内到期债券余额	3.00
未来待偿债券本金峰值	6.50
扣除受限的现金类资产/一年内到期债券余额	2.68
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.08
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.10
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.51

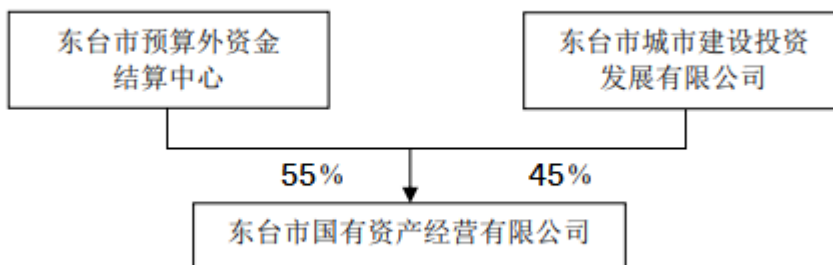
资料来源：联合资信整理

整体看，公司存续债短期偿债压力较小，未来存续债券的集中偿付压力较大。

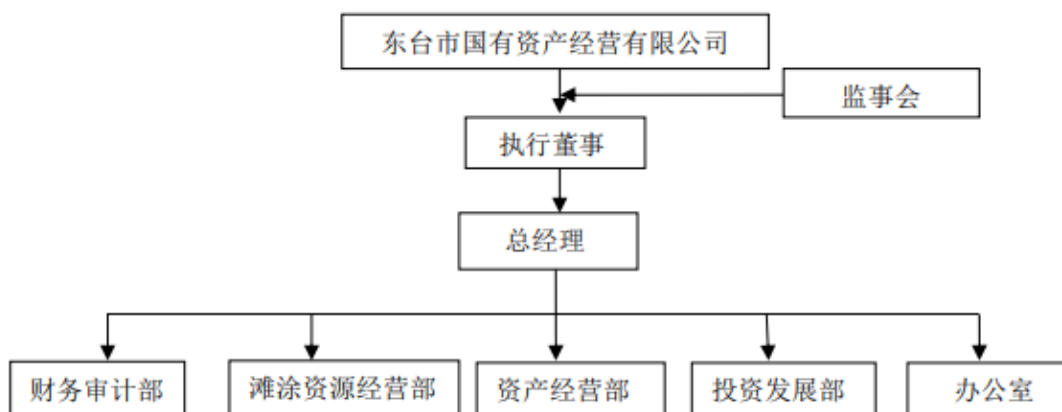
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司合并范围子公司情况

公司名称	注册资本(万元)	经营范围	持股比例(%)	取得方式
东台市国创实业有限公司	10000.00	房地产开发, 房屋建筑工程施工, 市政公用工程施工, 管道工程施工, 船用配件制造(限分公司经营), 物业服务, 商务咨询服务, 仓储服务(国家有专项规定的项目除外)。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动)	100.00	设立
东台市海港投资发展有限公司	25000.00	高新技术投资开发, 政府授权的沿海滩涂资源开发, 沿海经济区内土地开发服务, 农村土地整理服务, 新社区、新市镇设施建设(除房地产开发), 商务信息咨询, 国内户外广告、印刷品广告设计、制作、发布, 房屋建筑工程施工, 建筑装饰装饰工程施工, 普通货物仓储服务(除危险品和爆炸物品)。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动)	83.99	设立
东台市海滨投资发展有限公司	80000.00	企业项目投资, 政府授权的沿海滩涂资源开发, 房地产开发, 餐饮服务(按《餐饮服务许可证》所列项目经营), 基础设施配套建设, 商务信息咨询服务, 建筑工程施工, 水电工程安装, 水利工程建设。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动)	51.00	设立
东台市国恒新能源科技发展有限公司	50000.00	新能源科技研发、技术推广和技术咨询; 分布式、集中式光伏发电项目建设(除房地产)、经营管理(除投资)、技术维护; 陆上、海上风力发电项目建设、经营管理(除投资管理)、技术维护; 微电网项目建设管理。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动)	55.10	设立
东台黄海森林投资发展有限公司	15000.00	旅游景点项目投资, 旅游景区开发、经营, 旅游景区园林规划、设计、施工, 景区内旅游客运经营, 会议服务, 旅游资源开发、经营, 旅游宣传策划服务, 工艺品研发、制作、销售, 游览景区管理服务, 房地产开发, 设计、制作、代理、发布国内户外广告。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动)	60.00	设立

资料来源: 公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	21.55	10.66	14.03
资产总额(亿元)	151.97	193.78	210.65
所有者权益(亿元)	73.94	118.46	137.49
短期债务(亿元)	14.89	14.07	20.00
长期债务(亿元)	33.45	28.30	30.09
全部债务(亿元)	48.35	42.37	50.09
营业收入(亿元)	7.11	7.06	5.65
利润总额(亿元)	0.83	0.51	0.89
EBITDA(亿元)	3.00	3.16	3.33
经营性净现金流(亿元)	-0.51	-10.39	0.64
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	0.68
存货周转次数(次)	0.20	0.20	0.13
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.03
现金收入比(%)	58.80	65.02	59.98
营业利润率(%)	7.54	8.19	23.23
总资本收益率(%)	1.86	1.73	1.56
净资产收益率(%)	1.11	0.42	0.65
长期债务资本化比率(%)	31.15	19.28	17.96
全部债务资本化比率(%)	39.54	26.34	26.70
资产负债率(%)	51.34	38.87	34.73
流动比率(%)	270.15	251.19	273.16
速动比率(%)	189.09	179.50	196.40
经营现金流动负债比(%)	-1.28	-23.62	1.60
现金短期债务比(倍)	1.45	0.76	0.70
全部债务/EBITDA(倍)	16.12	13.42	15.02
EBITDA 利息倍数(倍)	1.03	0.69	0.84

数据来源：公司审计报告

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	16.32	4.38	4.65
资产总额(亿元)	49.85	75.96	75.64
所有者权益(亿元)	13.18	43.34	44.87
短期债务(亿元)	1.60	0.00	3.00
长期债务(亿元)	14.91	14.93	12.44
全部债务(亿元)	16.50	14.93	15.44
营业收入(亿元)	0.01	0.03	0.03
利润总额(亿元)	0.16	0.71	-0.58
EBITDA(亿元)	0.65	0.93	0.18
经营性净现金流(亿元)	1.65	-13.23	-0.47
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	0.03	0.03
存货周转次数(次)	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00
现金收入比(%)	115.00	100.61	0.00
营业利润率(%)	-3688.97	-891.58	-859.70
总资本收益率(%)	2.20	1.60	0.31
净资产收益率(%)	1.25	1.63	-1.29
长期债务资本化比率(%)	53.07	25.62	21.71
全部债务资本化比率(%)	55.60	25.62	25.60
资产负债率(%)	73.55	42.95	40.67
流动比率(%)	157.46	202.20	188.28
速动比率(%)	157.46	202.20	188.28
经营现金流动负债比(%)	9.63	-88.69	-3.00
现金短期债务比(倍)	10.23	--	1.55
全部债务/EBITDA(倍)	25.33	16.01	83.62
EBITDA 利息倍数(倍)	1.34	4.12	0.24

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
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (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 - 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
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%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

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

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 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