

东台惠民城镇化建设发展有限公司

2019 年公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：
中鹏信评【2018】第 Z
【1516】号 04

分析师

姓名：
张旻烁 刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
zhangmy@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 01 月 16 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

东台惠民城镇化建设发展有限公司 2019 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：9 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

增信方式：保证担保

担保主体：江苏省信用再担保集团有限公司

偿还方式：每年付息一次，在债券存续期第 3-7 年每年偿还本金的 20%

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对东台惠民城镇化建设发展有限公司（以下简称“东台惠民城建”或“公司”）本次拟发行总额 9 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司主要从事东台经济开发区内基础设施建设和土地整理业务，收入来源较有保障、获得的外部支持力度较大，此外，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“担保方”或“江苏再担保”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时我们也关注到了公司资产整体流动性较弱，面临一定的资金压力和较大的短期偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2015-2017 年，东台市地区生产总值分别为 670.23 亿元、727.01 亿元、812.81 亿元，按可比价格计算，分别同比增长 10.7%、8.9%、7.5%，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司收入来源较有保障。公司收入主要来源于东台经济开发区的基础设施建设、土地整理业务，截至 2017 年底，公司存货中的土地整理成本、工程建设成本分别为 18.00 亿元、11.13 亿元，公司未来收入来源较有保障。
- 公司获得的外部支持力度较大。2015-2017 年，公司控股股东东台市政府向公司增资合计 10.00 亿元，江苏东台经济开发区财政金融局向公司拨款合计 8.01 亿元，

此外公司还收到政府补助合计 1.83 亿元。

- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**江苏再担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，2018 年 7 月经中证鹏元综合评定的主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

关注：

- **公司资产以应收款项、存货为主，整体流动性较弱。**2017 年末公司资产中应收款项、存货规模分别为 9.99 亿元、29.14 亿元，合计占资产总额的 74.51%。应收款项系应收政府及相关单位的工程款、土地整理款、往来款、暂借款等，回收时间不确定性较大，对公司资金形成较大占用；存货由土地整理开发、工程施工成本构成，变现能力欠佳，且占土地整理开发账面价值 76.53%的土地已被抵押。
- **公司面临一定的资金压力。**截至 2017 年底，本期债券募投项目、公司在建的代建项目后续仍需投资 8.42 亿元，公司面临一定的资金压力。
- **公司有息负债增长较快，面临较大的短期偿债压力。**公司有息债务 2015-2017 年复合增长率达 55.66%，截至 2017 年底，公司有息负债总额为 139,568.34 万元，占当年负债总额的 60.62%，2018-2020 年公司需偿还有息债务本息金额分别为 79,557.35 万元、22,381.65 万元、19,103.52 万元，公司有息债务短期内集中偿还压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外担保的余额合计 132,085.00 万元，对外担保余额合计占期末所有者权益的 44.79%。公司对外担保对象多为国有企业，但公司对外担保规模较大，且均未采取反担保措施，仍存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	525,155.45	430,466.72	322,280.41
所有者权益（万元）	294,911.72	284,532.86	246,299.23
有息债务（万元）	139,568.34	119,671.15	57,598.49
资产负债率	43.84%	33.90%	23.58%
流动比率	3.19	5.76	8.84
营业收入（万元）	39,462.07	38,214.48	44,671.26
其他收益（万元）	7,914.68	0.00	0.00
营业外收入（万元）	0.58	7,469.42	2,931.40
利润总额（万元）	10,382.49	10,233.63	10,834.29

综合毛利率	6.92%	7.30%	18.23%
EBITDA（万元）	10,406.31	10,251.94	10,848.14
EBITDA 利息保障倍数	1.27	1.59	3.20
经营活动现金流净额（万元）	15,542.21	-86,080.64	-104,637.11

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

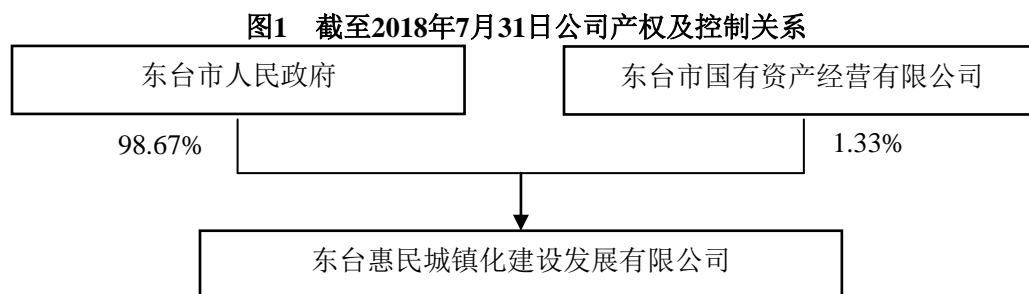
担保方主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,222,442.84	1,084,751.81	865,362.60
所有者权益（万元）	717,323.61	698,626.25	568,951.69
期末担保责任余额（亿元）	556.21	491.65	285.22
准备金覆盖率	2.65%	2.55%	3.37%
担保净资产放大倍数	7.75	7.04	5.01
累计担保代偿率	0.11%	0.13%	0.27%

资料来源：江苏再担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为“东台经济开发区惠民物业服务有限公司”，系由东台市投资发展有限公司（以下简称“东台投资”）于2010年6月出资组建，初始注册资本200.00万元。2013年3月东台投资将持有的公司100%股权转让给东台市人民政府。2013年8月，公司更名为现名，东台市国有资产经营有限公司（以下简称“东台国资公司”）、东台市人民政府分别向公司增资2,000.00万元、1,000.00万元，公司注册资本增至3,200.00万元，东台国资公司、东台市人民政府分别持股62.50%、37.50%。后经东台市人民政府多次增资，截至2018年7月底，公司注册资本、实收资本分别为150,000.00万元、108,000.00万元，东台国资公司、东台市人民政府分别持股1.33%、98.67%，公司实际控制人为东台市人民政府，公司产权及控制关系如图1所示。



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是东台市重要的一级平台，为东台经济开发区基础设施建设重要的投融资主体，承担东台经济开发区土地整理开发业务、基础设施建设业务等职责。截至2017年末，公司纳入合并范围的二级子公司5家，基本情况见下表。

表1 截至2017年12月31日纳入合并范围的二级子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
东台惠民绿化有限公司	1,000	90.00%	绿化
江苏开创检测技术有限公司	3,000	99.00%	检测
东台民之惠贸易有限公司	10,000	100.00%	贸易
东台惠民农业发展有限公司	10,000	100.00%	农业养殖
江苏东台顺通港务发展有限公司	80,000	80.00%	运输服务

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为52.52亿元，所有者权益为29.49亿元，资产负债率为43.84%；2017年度，公司实现营业收入3.95亿元，利润总额1.04亿元，经营活动现金流净额1.55亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2019年东台惠民城镇化建设发展有限公司公司债券；

发行总额：9亿元；

债券期限和利率：本期债券期限为7年期，采用固定利率形式，票面利率为Shibor基准利率加上基本利差；

还本付息方式：本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息；每年付息一次，在债券存续期第3-7年每年偿还本金的20%。

增信方式：江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金9亿元，6亿元用于中欧（东台）科技产业园建设项目，其余3亿元用于补充公司营运资金。具体投资总额及拟用募集资金如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
中欧（东台）科技产业园建设项目	100,616.00	60,000.00	59.63%
补充公司营运资金	-	30,000.00	-
合计	-	90,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

中欧（东台）科技产业园建设项目总体规划600亩（其中核心服务区占地57.80亩，A、B、C、D、E生产区占地542.20亩）。募投项目总建筑面积30.13万平方米，其中核心服务区中公共服务用房建筑面积3.50万平方米、综合服务中心建筑面积1.00万平方米、配套服务中心建筑面积0.50万平方米，A、B、C、D、E 5个生产功能区总建筑面积25.13万平方米；配套工程主要包括道路建设，沿路污水管网建设及绿化建设等。

中欧（东台）科技产业园建设项目已通过了东台市国土资源局、东台市发展和改革委员会、东台市环境保护局等单位的审批，主要批文情况如下表所示。

表3 本期债券募投项目主要批复文件

审批机关	文件名称	证号	出具时间
东台市发展和改革委员会	《东台市发展和改革委员会关于中欧（东台）科技产业园建设项目可行性研究报告的批复》	东发改投[2016]557号	2016年8月9日
东台市国土资源局	《关于中欧（东台）科技产业园建设项目建设用地意见》	东国土资开字[2016]第5号	2016年6月3日
东台市环境保	《关于中欧（东台）科技产业园建设项目环境	东环审[2016]34号	2016年6月23

护局 影响报告表的批复》

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

中欧（东台）科技产业园建设项目已于2017年2月开工，建设期两年。截至2017年12月31日，上述项目已投资2.54亿元，已建成八幢厂房，并在进行内外装修，同时正在进行其他规划厂房的建设。

募投项目完工后由公司负责运营。根据盐城登峰企业策划有限公司出具的募投项目可行性研究报告，募投项目建设期2年，2018年年底竣工投产，运营期15年，项目收入主要由厂房出租收入构成，正常年租金收入为15,018.80万元，运营期内可实现收入192,240.64万元，为项目总投资的1.91倍；扣除税金及附加、总成本费用22,860.63万元后，该项目收益为169,380.01万元，为项目总投资的1.68倍。本期债券存续期内（2019年-2025年），募投项目预计实现租金收入为84,105.28万元，扣除税金及附加、总成本费用10,362.71万元，可实现收益73,742.57万元。

表4 本期债券募投项目债券存续期预计租金收入情况¹（单位：万元）

项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	合计
出租率	50%	70%	80%	90%	90%	90%	90%	-
租金收入	7,509.40	10,513.16	12,015.04	13,516.92	13,516.92	13,516.92	13,516.92	84,105.28

注：Σ各功能区建筑面积*该区出租单价*360*出租率

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、区域经济

（一）宏观经济和政策环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持稳定态势，但随着贸易摩擦的不断升级，未来经济下行压力仍较大

近年来，全球经济基本摆脱了 2008 年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势，但 2018 年以来全球复苏的阶段性压力逐渐显现，全球经济遇到的风险和困难逐步增多。从主要经济体来看，美国经济增长较为平稳，美联储保持了渐进加息的态势，美元处于强势周期，全球资本回流美国的态势较为显著。欧洲经济逐渐复苏但复苏动能有所减弱，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，货币政策维持宽松，紧缩步伐放缓。新兴经济

¹ 根据目前东台市及开发区工业厂房出租价格行情，按建筑物不同用途确定每平方米每天租金。其中，生产功能区标准厂房共 250,492.00 平方米，平均租金按每天 1.4 元/平方米估算；核心服务区公共服务用房共 35,000.00 平方米，平均租金按每天 1.3 元/平方米估算；综合服务中心共 10,000.00 平方米，平均租金按每天 1.5 元/平方米估算；配套服务中心共 5,000.00 平方米，平均租金按每天 1.2 元/平方米估算。

体表现参差不齐，受美联储加息及强势美元影响，部分新兴市场资本流出，货币大幅贬值，金融市场持续动荡。此外，美国推行的贸易保护主义使地区间贸易摩擦升级，特朗普政府行为的不确定性等因素不利于经济形势和金融市场的稳定。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行整体上保持稳定态势。2015-2017 年，国内生产总值（GDP）从 68.91 万亿元增长至 82.71 万亿元，增长率分别为 6.9%、6.7% 和 6.9%，2018 年上半年国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%。经济结构出现重大变革，2015-2017 年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过 60.0%，服务业占 GDP 比重均超过 50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。进出口总额在 2015 年、2016 年连续下降的情况下，2017 年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017 年年均上涨 1.7%，保持较低水平；2015-2017 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4% 和 6.3%，2017 年结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势。

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。在财政收支矛盾较大情况下，我国实施减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，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，财政赤字率一直控制在 3% 以内。2015-2017 年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为 15.22 万亿元、15.96 万亿元和 17.26 万亿元，一般公共预算支出分别为 17.56 万亿元、18.78 万亿元和 20.33 万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在 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。

2018 年上半年，我国经济形势整体保持稳健，经济增长、通胀水平和就业较为平稳，供给侧改革扎实推进。目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。积极的财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财

政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源等有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度；稳健的货币政策松紧适度，社会融资规模保持适度，结构性降准为实体经济融资提供便利。但是，我国经济外部环境不确定因素增加，中美贸易摩擦不断升级，美元强周期下人民币存在贬值压力，抢出口导致出口数据大增，但未来出口下行压力较大，补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，基建投资仍是稳定经济增长的主要手段，未来投资增速有望回升。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017 年以来，城投行业监管政策密集发布，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

2014 年 10 月，国务院发布《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”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自 43 号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016 年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2 月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7 月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017 年，城投行业监管政策密集出台，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，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，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。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年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、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。3月，财政部发布《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号文），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号，以下简称“61号文”），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。61号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

表5 近年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
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府

	(国发[2014]43号)		性债务风险
2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015年3月底、4月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015年5月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》(发改办财金[2015]1327号)	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016年2月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》(财综[2016]4号)	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016年3月	《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》(国发[2016]21号)	发展改革委	规范地方政府债务管理，鼓励融资平台市场化转型改制，支持开展基础设施资产证券化试点
2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》(中发[2016]18号)	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资
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	《关于坚决制止地方以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	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]1266号)		
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)	发展改革委、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
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号文)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

从宏观需求来看,国内宏观经济下行压力仍然存在,固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素,其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一,外部运营环境总体较好,短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范,未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱,城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看,城投公司举债机制将日益规范化,地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大,去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

(二) 区域环境

东台市经济总量相对较大,经济实力较强,但近年来经济增速有所放缓

东台市系盐城市下属县级市,位于江苏省沿海中部,长江三角洲北翼,东拥黄海,西接泰州,南依南通,北望盐城。东台市总面积3,240平方公里,拥有85公里黄金海岸线。东台市下辖14个镇,截至2017年底,东台市常住人口为98.04万人。

自然资源方面,东台市滩涂资源丰富,连陆滩涂面积占江苏省的22%,连陆滩涂以每年150米左右的速度向外延伸,年新增土地600多公顷。东台市已探明和可开采的矿种有石油和砖瓦用黏土。石油资源主要分布在溱东、时堰、五烈、唐洋、安丰等镇,年开采量约

10万吨。砖瓦用黏土主要分布在东台市堤西全域和堤东部分区域，根据黏土资源开采利用储量规划和年开采消耗统计，已规划的总开采储量约1,000万立方米。

交通方面，东台市具有一定区位优势。东台市是苏北接轨上海第一站，距上海、南京2小时左右车程，沿海高速、临海高等级公路、新204国道和226、333、352省道贯通全境；东台市80公里半径内有盐城机场、南通机场、泰州机场；东台市境内有东台站、富安站两个火车站，盐通沪高铁东台段正在实施中，未来随着盐通沪高铁通车，东台市城际交通将更加便捷；东台市泰东河、通榆河、串场河等国家级航道通江达海，拥有东台内河港和泰东河内河港，毗邻大丰港、洋口港。

东台市经济总量相对较大，整体经济实力较强。2015-2017年，东台市地区生产总值分别为670.23亿元、727.01亿元、812.81亿元，按可比价格计算，分别同比增长10.7%、8.9%、7.5%。从产业结构来看，东台市经济以第二产业、第三产业为主导，三次产业比例由2015年的13.10:41.60:45.30调整到2017年的11.97:40.5:47.53，三产占比逐年提升。就人均GDP情况来看，2015-2017年东台市人均GDP分别为6.79万元、7.42万元、8.29万元，分别为全国人均GDP的135.89%、137.37%、138.96%。

工业方面，近年来东台市工业经济运行平稳、企业效益较快增长、先进制造业加快发展。2017年，东台市实现工业总产值1,154.50亿元，同比增长12.0%；规模以上工业企业实现利润总96.9亿元，同比增长16.7%。2017年东台市规模以上高新技术产业企业达143家，产业产值占规模以上工业总产值比重达33%，同比提高4个百分点；新材料制造业、智能装备制造业、新能源制造业、电子及通讯设备制造业等四大行业，2017年产值分别增长28.3%、45.6%、36.0%、50.2%。

从拉动经济的增长因素来看，近年来固定资产投资仍是拉动东台市经济发展的主要因素。东台市固定资产投资持续增长，但增速呈下滑趋势。2017年，东台市完成固定资产投资647.05亿元，同比增长10.6%；工业投资367.57亿元，同比增长7.9%；服务业投资273.18亿元，同比增长17.2%。东台市消费品市场平稳运行，进一步促进了东台市的经济的发展，2017年东台市实现社会消费品零售总额279.9亿元，增长10.4%。进出口方面，近年来东台市对外贸易有所好转。2017年东台市完成进出口总额8.74亿美元，同比增长18.7%；其中，进口0.62亿美元，同比增长111.1%；出口8.12亿美元，同比增长14.8%。

东台市金融机构人民币存款余额继续增长，但增速下滑，2017年底金融机构本外币存款余额分别为774.20亿元，同比增长7.4%。东台市金融机构人民币存款余额增长较快，2017年底金融机构本外币贷款余额分别为646.90亿元，同比增长17.7%。

表6 东台市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	812.81	7.5%	727.01	8.9%	670.23	10.7%
第一产业增加值	97.30	2.9%	91.46	1.0%	87.92	3.40%
第二产业增加值	329.29	6.2%	292.04	9.2%	279.21	11.40%
第三产业增加值	386.20	10.1%	343.51	10.8%	303.1	12.80%
工业总产值	1,154.50	12.0%	1,185.7	11.3%	-	-
固定资产投资	647.05	10.6%	581.03	15.4%	504.50	22.80%
社会消费品零售总额	279.90	10.4%	253.50	11.1%	228.30	12.30%
进出口总额（亿美元）	8.74	18.7%	7.37	3.5%	7.12	7.60%
存款余额	774.20	7.4%	721.00	13.7%	634.31	13.84%
贷款余额	646.90	17.7%	394.90	14.4%	348.15	15.40%
人均 GDP（元）	82,905.00		74,154.43		67,933	
人均 GDP/全国人均 GDP	138.96%		137.37%		135.89%	

注：东台市 2015 年国民经济与社会发展统计公报未披露工业总产值数据

资料来源：东台市 2015-2017 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2015-2017年，东台市实现公共财政收入分别为71.55亿元、60.26亿元、54.01亿元，公共财政收入持续下滑，其中税收收入占公共财政收入比重分别为85.04%、84.15%、78.54%；实现政府性基金收入分别为6.90亿元、6.43亿元、13.13亿元，2015-2017年复合增长率为37.97%。2015-2017年东台市财政自给率分别为70.34%、63.04%、56.88%。

东台经济开发区为省级经济开发区，以电子信息、装备制造以及新材料等产业为支柱产业，近年来经济持续增长

江苏东台经济开发区创建于2002年，2006年被批准为省级开发区。东台经济开发区规划面积75平方公里。现管理面积73.4平方公里，总人口约3.29万人，下辖滨河、城北2个社区和蟒河、双新、普新、中合、正团、垛团、垛南、新团、富新9个村。

东台经济开发区以电子信息、装备制造以及新材料等产业为支柱产业，产业结构不断优化。其中，以领胜电子科技有限公司等为代表的电子信息产业发展较快，致力打造电子信息全产业链高端基地；以江苏新中洲特种合金材料股份有限公司等为代表的新材料产业规模凸显，加快迈向市场中高端；以江苏华阳重工科技股份有限公司等为代表的装备制造产业加快向成套化智能化方向发展。

近年来东台经济开发区经济持续增长，2015-2017年分别实现地区生产总值66.66亿元、68.89亿元、77.35亿元，分别实现工业开票销售179.18亿元、201.99亿元、232.90亿元。

固定资产投资方面，2015-2017年东台经济开发区固定资产投资额分别为75.88亿元、72.90亿元、84.70亿元。目前东台经济开发区基础设施建设已实现“八通一平”，正有序

推进东扩工程，计划分步实施70公里道路工程、60万平方米安置工程、150万平方米绿化工程，以及供电、供水、污水处理、天然气等配套设施建设。现已完成32.4平方公里东区概念性总体规划和18平方公里控制性详规编制，全面启动房屋征收、过渡安置、内河港及其他配套工程建设。

表7 东台经济开发区主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
GDP	77.35	68.89	66.66
开票销售	232.90	201.99	179.18
固定资产投资	84.70	72.90	75.88

资料来源：江苏东台经济开发区管理委员会，中证鹏元整理

近年来东台经济开发区公共财政收入有所下滑，2015-2017年分别实现公共财政收入12.06亿元、10.49亿元、9.00亿元。

五、公司治理与管理

公司根据经营管理和业务发展的需要设置组织结构体系，按照《公司法》要求建立了现代企业管理制度。公司实行董事会领导下的总经理负责制，根据自身发展需要设立了独立于股东的企业发展部（工程管理部）、计划财务部、监察法务审计部（项目和资产管理部）、党群工作室（人力资源部）等部门，并明确了各部门的职能，各部门独立运作，形成了公司独立与完善的管理机制。

公司按照《公司法》有关规定建立了健全的法人治理结构。公司人员任免均按照公司章程的规定，履行了合法的程序，不存在股东利用其国有资产所有人地位干预公司董事会已经做出的人事任免的情况。公司设有独立行政管理机构，拥有系统化的管理制度、规章。公司与股东在人员方面是独立的，不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职或任职的情况。

公司具有独立的企业法人资格，在各家宏观调控和行业监管下，自主经营，独立核算，自负盈亏，自主做出业务经营、战略规划和投资等方面的决策，在业务、资产、人员、机构、财务等多方面均具有独立性。

六、经营与竞争

公司是东台市重要的一级平台，为东台经济开发区基础设施建设重要的投融资主体，承担东台经济开发区土地整理开发业务、基础设施建设业务等职责。受土地市场、政府规

划及工程施工进度影响，公司营业收入构成变动较大，2015年公司营业收入主要来源于土地整理收入、工程建设收入，2016-2017年公司营业收入主要来源于工程建设收入。2015-2017年公司分别实现营业收入44,671.26万元、38,214.48万元、39,462.07万元，综合毛利率分别为18.23%、7.30%、6.92%。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	-	-	-	-	27,876.45	19.74%
工程建设	39,462.07	6.92%	38,161.41	7.17%	16,614.62	14.80%
其他	-	-	53.08	100.00%	180.18	100.00%
合计	39,462.07	6.92%	38,214.48	7.30%	44,671.26	18.23%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司工程建设收入未来较有保障，但在建的代建项目尚需投入一定资金，公司面临一定的资金压力

公司承担东台经济开发区基础设施建设的职责，由公司自筹资金进行东台经济开发区的基础设施建设，主要为安置房建设、道路建设、污水处理、管网工程等。其中，道路建设等基础设施工程的建设，公司主要与东台圣惠力置业有限公司（东台经济开发区管理委员会下属公司）签订建设工程施工合同；污水处理、管网工程等基础设施工程的建设以及安置房建设，公司主要与江苏东台经济开发区财政金融局签订建设工程施工合同。根据建设工程施工合同约定，委托方与公司结算金额均为成本加成20%，均按照完工进度结算。

近年来公司工程建设收入呈增长趋势，毛利率呈下降趋势。2015-2017年公司分别实现工程建设收入16,614.62万元、38,161.41万元、39,462.07万元，需关注工程建设收入受政府规划、工程实施进度影响较大，未来仍存在一定的不确定性。2015-2017年公司工程建设业务毛利率分别为14.80%、7.17%、6.92%。2016-2017年公司工程建设毛利率较2015年下降幅度较大，主要系保障房滨河花苑项目增值税税率较高所致。

表9 2015-2017 年工程建设收入构成情况（单位：万元）

年份	项目	确认收入
2015 年	支五路工程	921.28
	光荣南路工程	2,402.80
	开发六路工程	684.74
	开发七路工程	1,344.57
	东区一路工程	6,548.56

	沿河北路	3,311.63
	管网工程 6.8 公里	1,233.57
	绿化收入	145.15
	保洁收入	21.32
	检测收入	1.00
	合计	16,614.62
2016 年	开发大道工程	3,600.00
	滨河花苑项目	34,524.63
	绿化收入	3.73
	保洁收入	26.50
	检测收入	6.54
	合计	38,161.41
2017 年	滨河花苑项目	39,055.34
	保洁收入	38.87
	绿化收入	363.30
	检测收入	4.55
	合计	39,462.07

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2017年底，公司在建的代建工程系新景源建设集团道路建设、滨河花苑项目、河港中心作业区码头项目、东区四路、东区五路、人民路、支三路、经十路等项目，尚未结转的工程施工成本11.13亿元，给公司未来工程建设收入提供了一定保障；同时需关注公司在建代建工程项目尚需投资9,011.35万元，公司面临一定的资金压力。

表10 截至 2017 年底公司在建的代建工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资	是否为政府代建
新景源建设集团道路建设	9,500.00	3,551.73	5,948.27	是
滨河花苑项目	105,000.00	102,415.22	2,584.78	是
河港中心作业区码头项目	45,000.00	55,134.34	-	是
东区四路、东区五路、人民路、支三路、经十路	18,800.00	18,321.70	478.3	是
合计	178,300.00	179,422.99	9,011.35	

注：预计总投资为项目投资预算，河港中心作业区码头项目实际投资超预算

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地整理收入波动较大，持有土地规模较大但抵押比率较高，受多重因素影响，公司土地整理收入未来仍有较大的不确定性

公司通过政府资产注入、公开市场招拍挂等方式获得土地，计入存货，并对获得的土地资产进行深度开发或持有，实现土地资产增值后，通过东台市国土资源局公开出让变现

账内的土地资产，获取土地整理收入，土地出让金由东台市财政局代收后通过江苏东台经济开发区财政金融局全额支付给公司。

2015年公司将政府划拨的开发区一宗土地，通过东台市国土资源局出让给东台市惠民房地产开发有限公司（东台投资子公司），该土地用途为商住用地，面积为72,975.00平方米，出让价格为27,876.45万元，出让均价为3,820元/平方米。公司按照土地出让合同金额确认土地整理收入27,876.45万元。

表11 2015年公司土地整理收入情况（单位：平方米、元/平方米、万元）

土地位置	面积	均价	出让价格	确认收入	确认成本	毛利率
东台经济开发区经九路北侧	72,975.00	3,820	27,876.45	27,876.45	22,372.62	19.74%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2017年底，公司存货中共十块土地资产，面积合计528,753.00平方米，土地用途以商住、住宅为主，账面价值合计180,031.00万元，其中账面价值137,774.03万元的土地已被抵押、41,542.43万元土地尚未缴纳土地出让金。公司土地资产规模较大，为未来公司土地整理业务提供了一定保障，但需关注公司土地资产抵押比率较高、土地整理收入受土地市场影响较大，公司土地整理收入未来仍有较大的不确定性。

公司为东台经济开发区基础设施的重要建设主体，近年来获得外部支持力度较大

公司为东台经济开发区基础设施的重要建设主体，在资本、资产注入和财政补贴方面获得外部支持力度较大。

东台市人民政府分别于2014年2月11日、2014年2月13日、2014年11月13日、2015年4月15日、2016年3月2日向公司增资5,000万元、5,000万元、30,000万元、30,000万元、70,000万元，合计140,000万元，实际认缴98,000万元。截至2017年12月底，公司注册资本为150,000万元，实收资本为108,000万元。

东台经济开发区管理委员会于2012年公司无偿划转三宗国有建设用地使用权，总面积合计200,092.00平方米，为住宅、商住用地，增加公司资本公积64,377.91万元。2014-2015年江苏东台经济开发区财政金融局分别向公司拨款600万元、80,149.81万元，合计80,749.81万元，计入资本公积。截至2017年底，公司资本公积为144,527.72万元。

财政补助方面，2015-2017年公司分别收到政府补助2,925.66万元、7,463.55万元、7,914.68万元，合计18,303.89万元。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2017年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。2015年公司二级子公司东台惠民绿化有限公司对东台惠民保洁有限公司（以下简称“惠民保洁”）增资，惠民保洁由二级子公司变更为三级子公司，公司纳入合并范围的二级子公司减少1家；2016年，公司纳入合并范围的子公司无变更；2017年，公司新设三家子公司东台民之惠贸易有限公司、东台惠民农业发展有限公司、江苏东台顺通港务发展有限公司。截至2017年底，公司纳入合并范围的二级子公司共5家，具体如表1所示。

资产结构与质量

公司资产增长较快，但资产以应收款项、存货为主，资产整体流动性欠佳

近年来公司资产总额增长较快，截至2017年底，公司资产总额达到525,155.45万元，2015-2017年复合增长率达27.65%。从资产结构来看，近年来公司资产以流动资产为主，截至2017年末，流动资产占总资产比重为95.13%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款以及存货构成。2017年底公司货币资金规模为52,068.52万元，2015-2017年复合增长率达34.63%；其中受限货币资金规模为43,600万元，占货币资金总额的83.74%，以银行承兑汇票保证金为主。预付款系预付工程款，2017年底公司预付款项为56,229.63万元，主要系预付东台投资的三团二期、富新二期、三团三期等保障性住房项目工程款，账龄均在一年以内。

公司应收账款主要系应收东台圣惠力置业有限公司的工程款、江苏东台经济开发区财政金融局的工程款、土地整理款，2017年底规模为88,876.32万元，2015-2017年复合增长率为23.43%，账龄1年以内、1-2年、2-3年、3年以上的分别占比48.53%、19.78%、17.08%、14.61%。其他应收款主要系应收东台市政府下属相关单位的往来款、代付款、资金拆借，近年来公司其他应收款规模波动较大，2017年底为10,995.30万元。整体来看，公司应收款项回收风险较小，但资金回收受政府财政资金规划、土地市场影响较大，回收时间存在一定的不确定，对公司资金形成较大占用。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	52,068.52	9.91%	26,260.01	6.10%	28,726.23	8.91%
应收账款	88,876.32	16.92%	96,502.17	22.42%	58,337.29	18.10%
预付款项	56,229.63	10.71%	61,450.30	14.28%	31,935.29	9.91%
其他应收款	10,995.30	2.09%	6,642.94	1.54%	27,311.40	8.47%

存货	291,413.36	55.49%	239,483.74	55.63%	175,833.10	54.56%
流动资产合计	499,598.82	95.13%	430,354.78	99.97%	322,159.12	99.96%
在建工程	25,403.11	4.84%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动资产合计	25,556.63	4.87%	111.94	0.03%	121.29	0.04%
资产总计	525,155.45	100.00%	430,466.72	100.00%	322,280.41	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

存货是公司最主要的资产组成部分，近年来公司存货规模增长较快，2017年底公司存货规模为291,413.36万元，占总资产规模的55.49%，2015-2017年复合增长率达28.74%。公司存货由土地整理开发、工程施工成本构成。工程施工成本系新景源建设集团道路建设、滨河花苑项目、河港中心作业区码头项目以及东区四路、东区五路、人民路、支三路、经十路的建设成本。土地整理开发成本系通过政府注入、公开市场招拍挂获得的土地资产，2016年公司土地整理开发同比增长主要系公司通过招拍挂购入土地所致；截至2017年底，公司土地资产面积合计528,753.00平方米，土地用途以商住、住宅为主，账面价值合计180,031.00万元，具体明细见附录六。我们关注到账面价值137,774.03万元的土地已用于贷款抵押，土地资产流动性不佳，并且我们还关注到政府注入的账面价值41,542.43万元土地尚未缴纳土地出让金，该部分资产变现时仍需向政府缴纳土地出让金、其变现价值受到一定影响。土地资产变现能力受土地市场景气度影响较大；工程施工项目均签订了代建协议，其变现能力受工程进度、政府财政计划影响较大。整体来看，公司存货变现能力不强。

表13 公司存货构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
土地整理开发	180,031.00	61.78%	180,010.19	75.17%	169,191.37	96.22%
工程施工	111,341.02	38.21%	59,473.55	24.83%	6,641.73	3.78%
原材料	41.34	0.01%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
合计	291,413.36	100.00%	239,483.74	100.00%	175,833.10	100.00%

注：2017 年公司未新增土地，但新增一笔土地契税 20.81 万元，故而 2016 年与 2017 年土地整理开发账面价值略有差异

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

综合而言，公司资产增长较快，但资产以应收款项、存货为主，资产整体流动性欠佳。

盈利能力

公司营业收入有所波动，综合毛利率呈下降趋势，利润总额对其他收益、营业外收入依赖程度较高

近年来受政府规划、工程实施进度以及土地市场影响，公司营业收入规模及构成有所

变动，2015-2017年公司分别实现营业收入44,671.26万元、38,214.48万元、39,462.07万元。其中，2015年公司营业收入主要来源于土地整理收入、工程建设收入，2016-2017年公司营业收入主要来源于工程建设收入，工程建设为委托代建业务，以安置房代建、道路代建为主。截至2017年底，公司存货中工程施工成本合计111,341.02万元，公司工程建设未来收入较有保障；公司存货中的土地整理开发成本180,031.00万元，若未来该部分土地能成功出让，将给公司带来一定土地整理收入，但需关注公司账面价值137,774.03万元的土地已用于贷款抵押、账面价值41,542.43万元土地尚未缴纳土地出让金，以及公司土地整理收入受土地市场景气度影响较大，该部分收入未来仍存在较大的波动性。

从毛利率来看，2015-2017年公司工程建设毛利率分别为14.80%、7.17%、6.92%，2016-2017年公司工程建设毛利率较2015年下降幅度较大，主要系保障房滨河花苑项目毛利率较低所致。受营业收入构成变动以及工程建设毛利率变动影响，公司综合毛利率呈下降趋势，2015-2017年公司综合毛利率分别为18.23%、7.30%、6.92%。

公司其他收益、营业外收入均以政府补助为主，公司利润总额对财政补贴依赖程度较高，2015-2017年公司分别收到政府补助2,925.66万元、7,463.55万元、7,914.68万元，分别实现利润总额10,834.29万元、10,233.63万元、10,382.49万元，政府补助占同期利润总额的比重分别为27.00%、72.93%、76.23%。

总体而言，公司营业收入有所波动，综合毛利率呈下降趋势，利润总额对其他收益、营业外收入依赖程度较高。

表14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	39,462.07	38,214.48	44,671.26
其他收益	7,914.68	0.00	0.00
营业利润	10,399.95	2,764.21	7,925.04
营业外收入	0.58	7,469.42	2,931.40
利润总额	10,382.49	10,233.63	10,834.29
综合毛利率	6.92%	7.30%	18.23%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司在建项目后续投资金额较大，公司面临一定的资金压力

近年来公司主营业务资金回笼情况欠佳，收现比波动较大，2015-2017年公司收现比分别为0.45、0.10、0.84。近年来，公司往来款、暂借款及暂付款现金呈净流入，2015-2017年公司往来款、暂借款及暂付款现金分别净流入25,546.26万元、26,669.15万元、22,600.20

万元。2015-2016年由于公司工程建设投资规模较大，且通过招拍挂购买土地，公司购买商品、接受劳务支付的现金规模持续较大，2015-2016年分别为152,686.50万元、123,752.70万元，导致2015-2016年公司经营活动现金分别净流出10.46亿元、8.61亿元。2017年由于资金回笼情况有所好转，且工程建设支付的现金规模有所下降，公司经营活动现金净流入1.55亿元。

公司投资活动主要为募投项目的建设，目前公司尚未支付相关工程款，故近年来投资活动产生的现金流规模很少。为满足公司经营环节的资金需求，近年来公司主要通过政府增资、银行借款、信托机构借款、融资租赁公司借款等方式筹集资金。2015-2016年公司吸收投资收到的现金分别为11.01亿元、2.80亿元，合计13.81亿元；2015-2017年公司通过金融机构借款净融资额分别为1.36亿元、6.21亿元、1.98亿元，合计9.55亿元。2015-2017年公司收到、支付的其他与筹资活动有关的现金净额分别为-0.60亿元、0.70亿元、-3.36亿元，合计-3.26亿元，系收到、支付的承兑汇票和信用证保证金。此外，2015-2017年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为3,386.99万元、6,449.26万元、8,221.66万元，合计1.81亿元。2015-2017年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为11.44亿元、9.06亿元、-2.20亿元，合计18.29亿元，勉强满足经营活动的资金需求。

截至2017年底，本期债券募投项目、公司在建的代建项目后续仍需投资8.42亿元，公司面临一定的资金压力。

表15 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
收现比	0.84	0.10	0.45
销售商品、提供劳务收到的现金	33,142.03	3,767.88	20,215.52
收到的其他与经营活动有关的现金	129,349.28	131,769.33	224,241.07
经营活动现金流入小计	162,491.31	135,537.21	244,456.59
购买商品、接受劳务支付的现金	47,449.87	123,752.70	152,686.50
支付的其他与经营活动有关的现金	98,874.84	97,454.40	195,922.71
经营活动现金流出小计	146,949.10	221,617.85	349,093.70
经营活动产生的现金流量净额	15,542.21	-86,080.64	-104,637.11
投资活动产生的现金流量净额	-1,321.91	-8.97	-43.45
筹资活动产生的现金流量净额	-22,011.80	90,598.39	114,386.31
现金及现金等价物净增加额	-7,791.49	4,508.78	9,705.75

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债增长较快，面临一定的偿债压力

得益于公司的经营积累、政府的持续支持，公司净资产规模不断增长；截至2017年末，公司所有者权益为294,911.72万元，2015-2017年复合增长率为9.42%。同期，随着项目建设的推进，公司负债规模大幅增加；2017年末公司负债规模为230,243.73万元，2015-2017年复合增长率为74.08%，产权比率为78.07%，较2015年提高47.22个百分点，自有资本对于负债的保障程度持续大幅下降。

表16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
负债总额	230,243.73	145,933.86	75,981.18
所有者权益	294,911.72	284,532.86	246,299.23
产权比率	78.07%	51.29%	30.85%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

近年来公司负债的增长主要集中于应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款的增长。从负债结构来看，截至 2017 年底，公司流动负债、非流动负债分别占负债总额的 68.09%、31.91%。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款以及一年内到期的非流动负债构成。2017 年底，公司短期借款包括信用借款、保证借款，其中保证借款主要由东台市国有资产经营有限公司、东台投资以及东台市城市建设投资发展有限公司提供连带担保责任。应付票据系应付商业承兑汇票、银行承兑汇票，近年来随着公司工程建设的推进，应付票据规模增长较快，2017 年底为 57,000.00 万元，2015-2017 年复合增长率为 94.94%。截至 2017 年底，公司应付账款主要系应付江苏金华宇建设有限公司中欧产业园项目工程款；一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款。

公司非流动负债主要为长期借款、长期应付款。近年来随着公司工程项目的推进，公司长期借款增长较快，2017 年底为 70,850.00 万元，2015-2017 年复合增长率达 68.59%，包括“抵押+保证”借款、保证借款、抵押借款、“质押+保证”及信用借款，质押物为应收账款，抵押物为公司或东台投资的国有土地使用权，担保人为东台投资、东台市交通投资发展有限公司。公司长期应付款系 2015 年 8 月取得的江苏金融租赁股份有限公司借款，截至 2017 年公司长期应付款为 2,618.34 万元。

表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	16,100.00	6.99%	18,500.00	12.68%	14,000.00	18.43%
应付票据	57,000.00	24.76%	19,500.00	13.36%	15,000.00	19.74%
应付账款	24,475.61	10.63%	2,342.36	1.61%	2,342.36	3.08%

应交税费	8,253.04	3.58%	3,944.21	2.70%	36.71	0.05%
一年内到期的非流动负债	50,000.00	21.72%	29,950.00	20.52%	4,072.28	5.36%
流动负债合计	156,775.40	68.09%	74,712.71	51.20%	36,454.96	47.98%
长期借款	70,850.00	30.77%	67,500.00	46.25%	24,927.72	32.81%
长期应付款	2,618.34	1.14%	3,721.15	2.55%	14,598.49	19.21%
非流动负债合计	73,468.34	31.91%	71,221.15	48.80%	39,526.21	52.02%
负债合计	230,243.73	100.00%	145,933.86	100.00%	75,981.18	100.00%
其中：有息债务	139,568.34	60.62%	119,671.15	82.00%	57,598.49	75.81%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

随着业务的开展，公司有息债务规模迅速增长，2015-2017 年复合增长率达 55.66%，截至 2017 年底，公司有息负债总额为 139,568.34 万元，占当年负债总额的 60.62%，公司刚性债务偿还压力较大。从有息债务的偿还期限来看，2018-2020 年公司需偿还有息债务本息金额分别为 79,557.35 万元、22,381.65 万元、19,103.52 万元，公司有息债务短期内集中偿还压力较大。

表18 公司有息债务构成情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
短期有息债务：	66,100.00	48,450.00	18,072.28
其中：短期借款	16,100.00	18,500.00	14,000.00
一年内到期的非流动负债	50,000.00	29,950.00	4,072.28
长期有息债务：	71,221.15	39,526.21	29,000.00
其中：长期借款	70,850.00	67,500.00	24,927.72
长期应付款	2,618.34	3,721.15	14,598.49
合计	139,568.34	119,671.15	57,598.49

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

表19 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
本金	70,113.33	18,976.18	16,750.00
利息	9,444.02	3,405.47	2,353.52
合计	79,557.35	22,381.65	19,103.52

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

偿债指标方面，公司财务杠杆水平持续提升，但仍保持在较低水平，2017 年底公司资产负债率为 43.84%。公司流动比率、速动比率指标表现尚可，但需关注公司受限的货币资金占比较大、应收账款回收时间不确定性较大、存货变现能力不强，公司实际短期偿债能力偏弱。由于公司有息债务规模较大、增长较快，公司 EBITDA 利息保障倍数呈下降趋势，有息债务/EBITDA 呈上升趋势，公司偿债压力逐年加大。

表20 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	43.84%	33.90%	23.58%
流动比率	3.19	5.76	8.84
速动比率	1.33	2.55	4.01
EBITDA（万元）	10,406.31	10,251.94	10,848.14
EBITDA 利息保障倍数	1.27	1.59	3.20
有息债务/EBITDA	13.41	11.67	5.31

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目未来的收益是本期债券还本付息资金的主要来源。本期债券募投项目的收益主要来源于厂房出租收入。根据可研报告测算，本期债券存续期内（2019 年-2025 年），募投项目预计实现租金收入为 84,105.28 万元，扣除税金及附加、总成本费用 10,362.72 万元，可实现收益 73,742.56 万元，为本期债券的还本付息提供了有力且稳定的资金保障。但需关注本期债券募投项目建设规模较大、建设周期较长，如果在项目管理和建设过程中出现重大问题，则有可能影响项目按期竣工，并且募投项目中的厂房出租受东台经济开发区经济发展状况、募投项目招商情况影响较大，东台经济开发区经济下行、募投项目招商情况不佳将降低标准厂房的实际出租价格、出租率，对项目收益的实现产生不利影响。

公司营业收入及其回笼的现金是本期债券还本付息资金的重要来源。2015-2017 年，公司分别实现营业收入 44,671.26 万元、38,214.48 万元、39,462.07 万元，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 20,215.52 万元、3,767.88 万元、33,142.03 万元。截至 2017 年底，公司存货中工程施工成本合计 111,341.02 万元，公司工程建设业务未来收入较有保障；公司存货中的土地整理开发成本 180,031.00 万元，若未来该部分土地能成功出让，将给公司带来一定土地整理收入。但需关注公司工程建设收入及其资金回笼受工程实施进度、政府财政安排影响较大；公司账面价值 137,774.03 万元的土地已用于贷款抵押、账面价值 41,542.43 万元土地尚未缴纳土地出让金，且公司土地整理收入受土地市场景气度影响较大。此外，公司在建项目尚需投入资金，公司面临一定的资金压力。以上因素均对公司收入和现金流稳定性造成一定影响，可能影响到公司的即期偿付能力。

（二）本期债券保障措施分析

江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

本期债券的到期兑付由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括本次债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其它应支付的费用，保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

江苏再担保原名“江苏省信用再担保有限公司”，由江苏省人民政府发起设立，成立于2009年10月，初始注册资本为30亿元，其中江苏省人民政府出资比例为53.33%，江苏省国信资产管理集团有限公司出资比例为13.33%，江苏乾明投资有限公司、波司登股份有限公司和江苏雨润食品产业集团的分别出资16.67%、10%和6.67%。在成立后的几年中，江苏再担保一直保持江苏省政府控股、民营股东参股的股权结构。2015年，江苏再担保的股权结构开始变化，民营股东逐步退出，江苏省内的地方政府及地方政府融资平台等逐步加入。2016年江苏再担保新增5家股东，全部为政府及政府平台类主体，新增股东增加公司注册资本100,000万元，同时，原股东江苏省人民政府、江苏海州湾发展集团有限公司分别向公司增资3,513万元、5,000万元；截至2016年末，江苏再担保共有28家股东，注册资本和实收资本均为573,421万元。2017年1月，江苏再担保更名为现名；2017年12月股东江苏苏汇资产管理有限公司变更为江苏汇鸿国际集团股份有限公司，所持股份及比例不变，如下表所示。截至2017年末，江苏再担保注册资本和实收资本均为573,421万元。

表21 2016-2017年江苏再担保股权结构（单位：万元）

股东名称	2017年		本期增减	2016年	
	金额	比例		金额	比例
江苏省人民政府	193,421.00	33.73%	0.00	193,421.00	33.73%
江苏省国信资产管理集团有限公司	40,000.00	6.98%	0.00	40,000.00	6.98%
上海波司登投资管理有限公司	10,000.00	1.74%	0.00	10,000.00	1.74%
江苏省盐业集团有限责任公司	4,000.00	0.70%	0.00	4,000.00	0.70%
江苏苏豪投资集团有限公司	5,000.00	0.87%	0.00	5,000.00	0.87%
江苏省农垦集团有限公司	3,000.00	0.52%	0.00	3,000.00	0.52%
张家港市直属公有资产经营有限公司	10,000.00	1.74%	0.00	10,000.00	1.74%
江苏弘业股份有限公司	5,000.00	0.87%	0.00	5,000.00	0.87%
江苏凤凰出版传媒集团有限公司	5,000.00	0.87%	0.00	5,000.00	0.87%
江苏省海外企业集团有限公司	3,000.00	0.52%	0.00	3,000.00	0.52%
江苏交通控股有限公司	10,000.00	1.74%	0.00	10,000.00	1.74%
江苏国经控股集团有限公司	30,000.00	5.23%	0.00	30,000.00	5.23%
江苏海州湾发展集团有限公司	10,000.00	1.74%	0.00	10,000.00	1.74%
东台市人民政府	10,000.00	1.74%	0.00	10,000.00	1.74%

丹阳市人民政府	20,000.00	3.49%	0.00	20,000.00	3.49%
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理委员会	20,000.00	3.49%	0.00	20,000.00	3.49%
常州市新北区人民政府	30,000.00	5.23%	0.00	30,000.00	5.23%
江苏省阜宁经济开发区管委会	10,000.00	1.74%	0.00	10,000.00	1.74%
建湖县人民政府	10,000.00	1.74%	0.00	10,000.00	1.74%
扬州广陵区人民政府	20,000.00	3.49%	0.00	20,000.00	3.49%
东台市投资发展有限公司	10,000.00	1.74%	0.00	10,000.00	1.74%
江苏汇鸿国际集团股份有限公司	5,000.00	0.87%	0.00	5,000.00	0.87%
镇江市圖山风景名胜区管理委员会	10,000.00	1.74%	0.00	10,000.00	1.74%
启东国有资产投资控股有限公司	30,000.00	5.23%	0.00	30,000.00	5.23%
如皋市人民政府	20,000.00	3.49%	0.00	20,000.00	3.49%
常州市钟楼区人民政府	20,000.00	3.49%	0.00	20,000.00	3.49%
扬州经济技术开发区开发总公司	20,000.00	3.49%	0.00	20,000.00	3.49%
淮安市淮安区国有资产监督管理委员会	10,000.00	1.74%	0.00	10,000.00	1.74%
合计	573,421.00	100%	0.00	573,421.00	100%

资料来源：江苏再担保 2016-2017 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保为江苏省政府下属的国有担保公司，承担了部分支持中小企业的职能，业务主要包括再担保业务、直接担保业务、利息类业务（委托贷款、信托贷款、小额贷款、典当等）、融资租赁业务等。业务范围主要在江苏省内，近年业务对象中政府平台类企业和国有企业的比重逐步上升，民营企业尤其是中小民营企业的比重逐步下降。2015-2017 年江苏再担保分别实现收入 9.14 亿元、10.03 亿元和 11.26 亿元，年均复合增长率为 10.98%，其中占收入比重较高的业务为直接担保业务和利息业务，2016 年、2017 年合计占比分别为 72.32% 和 73.33%。

表 22 2015-2017 年江苏再担保收入情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
再担保业务	4,417.44	3.92%	4,509.06	4.50%	3,220.16	3.52%
直接担保业务	50,813.02	45.14%	41,913.09	41.79%	28,105.91	30.75%
利息业务	31,731.11	28.19%	30,621.94	30.53%	28,974.83	31.71%
融资租赁业务	20,361.49	18.09%	17,414.21	17.36%	14,347.19	15.70%
买断非循环后付款保理	-	-	-	-	14,218.75	15.56%
其他业务	5,241.04	4.66%	5,836.16	5.82%	2,520.00	2.76%
合计	112,564.10	100.00%	100,294.46	100.00%	91,386.84	100.00%

资料来源：江苏再担保 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

2015-2017 年，江苏再担保的直接担保业务发生额分别为 129.69 亿元、247.52 亿元和 116.47 亿元，直接担保业务规模波动较大。2015-2017 年，江苏再担保的再担保业务发生额

分别为675.96亿元、695.69亿元和722.70亿元，年均复合增长率为3.40%，再担保业务规模稳步增长，2017年末江苏再担保的担保责任余额为556.21亿元，相比2015年末增长95.01%，增长较快。

截至2017年12月31日，江苏再担保资产总额为122.24亿元，所有者权益合计为71.73亿元，资产负债率为41.33%；2017年度，江苏再担保实现营业收入11.26亿元，利润总额4.41亿元，经营活动现金流净额-6.63亿元。

表23 2015-2017年江苏再担保主要财务数据

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	1,222,442.84	1,084,751.81	865,362.60
所有者权益合计（万元）	717,323.61	698,626.25	568,951.69
资产负债率	41.33%	35.60%	34.25%
流动比率	2.10	2.59	2.72
营业收入（万元）	112,564.11	100,294.46	91,386.84
利润总额（万元）	44,109.77	37,460.56	34,650.85
期间费用率	20.76%	17.94%	15.86%
净资产收益率	4.51%	4.49%	5.04%
经营活动现金流净额（万元）	-66,297.82	-65,757.00	43,267.69
当期再担保发生额（亿元）	722.70	695.69	675.96
当期直接担保发生额（亿元）	116.47	247.52	129.69
期末担保责任余额（亿元）	556.21	491.65	285.22
担保风险准备金（亿元）	14.75	12.56	9.62
担保净资产放大倍数	7.75	7.04	5.01
累计担保代偿率	0.11%	0.13%	0.27%

资料来源：江苏再担保 2015-2017 年审计报告，江苏再担保提供，中证鹏元整理

2016年江苏再担保新增多家江苏省内的国有平台公司股东，股东背景实力增强，得到股东的进一步增资，资本实力大幅增强，资产规模和担保业务稳步扩大，担保类业务收入快速增长。另一方面，在宏观经济增速放缓的环境下，违约风险增加，江苏再担保未来发生代偿的风险相应上升，业务范围集中于江苏省内，区域风险较集中，利息类业务和融资租赁业务余额较大，存在一定的信用风险。

综合分析，江苏再担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定的主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

九、或有事项分析

截至2017年12月31日，公司对外担保的余额合计132,085.00万元，对外担保余额合计占期末所有者权益的44.79%。公司对外担保对象多为国营企业，但公司对外担保规模较大，且均未采取反担保措施，仍存在一定的或有负债风险。

表24 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保金额	担保到期日	是否有反担保
江苏益东资产经营管理有限公司	国有	21,000.00	2021 年 6 月 20 日	否
		19,600.00	2023 年 6 月 30 日	否
		19,517.70	2021 年 6 月 20 日	否
		18,970.00	2023 年 6 月 30 日	否
		14,700.00	2023 年 6 月 30 日	否
		9,050.30	2023 年 6 月 30 日	否
		5,000.00	2020 年 5 月 23 日	否
东祥麟（江苏）实业有限公司	民营	7,000.00	2021 年 12 月 31 日	否
东台市盛名新材料科技有限公司	国有	7,247.00	2020 年 5 月 5 日	否
东台经济开发区为民资产经营有限公司	国有	10,000.00	2020 年 8 月 4 日	否
合计		132,085.00		

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

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	52,068.52	26,260.01	28,726.23
应收账款	88,876.32	96,502.17	58,337.29
预付款项	56,229.63	61,450.30	31,935.29
其他应收款	10,995.30	6,642.94	27,311.40
存货	291,413.36	239,483.74	175,833.10
其他流动资产	15.70	15.63	15.81
流动资产合计	499,598.82	430,354.78	322,159.12
固定资产	153.52	111.94	121.29
在建工程	25,403.11	0.00	0.00
非流动资产合计	25,556.63	111.94	121.29
资产总计	525,155.45	430,466.72	322,280.41
短期借款	16,100.00	18,500.00	14,000.00
应付票据	57,000.00	19,500.00	15,000.00
应付账款	24,475.61	2,342.36	2,342.36
预收款项	66.18	0.05	0.03
应付职工薪酬	64.21	95.00	72.00
应交税费	8,253.04	3,944.21	36.71
其他应付款	816.37	381.08	931.58
一年内到期的非流动负债	50,000.00	29,950.00	4,072.28
流动负债合计	156,775.40	74,712.71	36,454.96
长期借款	70,850.00	67,500.00	24,927.72
长期应付款	2,618.34	3,721.15	14,598.49
非流动负债合计	73,468.34	71,221.15	39,526.21
负债合计	230,243.73	145,933.86	75,981.18
实收资本	108,000.00	108,000.00	80,000.00
资本公积	144,527.72	144,527.72	144,527.72
盈余公积	4,219.21	3,173.36	2,154.88
未分配利润	38,002.57	28,663.76	19,454.78
归属于母公司股东权益合计	294,749.50	284,364.84	246,137.38
少数股东权益	162.22	168.02	161.85
股东权益合计	294,911.72	284,532.86	246,299.23
负债和股东权益总计	525,155.45	430,466.72	322,280.41

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	39,462.07	38,214.48	44,671.26
二、营业总成本	36,976.79	35,450.27	36,746.22
其中：营业成本	36,730.94	35,425.24	36,528.94
税金及附加	174.42	71.24	11.28
管理费用	119.90	93.19	238.94
财务费用	-32.02	-227.31	-49.72
资产减值损失	-16.45	87.92	16.77
其他收益	7,914.68	0.00	0.00
三、营业利润	10,399.95	2,764.21	7,925.04
加：营业外收入	0.58	7,469.42	2,931.40
减：营业外支出	18.05	0.00	22.16
四、利润总额	10,382.49	10,233.63	10,834.29
减：所得税费用	3.63	0.00	0.00
五、净利润	10,378.86	10,233.63	10,834.29

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

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	33,142.03	3,767.88	20,215.52
收到其他与经营活动有关的现金	129,349.28	131,769.33	224,241.07
经营活动现金流入小计	162,491.31	135,537.21	244,456.59
购买商品、接受劳务支付的现金	47,449.87	123,752.70	152,686.50
支付给职工以及为职工支付的现金	428.46	331.96	332.46
支付的各项税费	195.93	78.78	152.03
支付其他与经营活动有关的现金	98,874.84	97,454.40	195,922.71
经营活动现金流出小计	146,949.10	221,617.85	349,093.70
经营活动产生的现金流量净额	15,542.21	-86,080.64	-104,637.11
二、投资活动产生的现金流量：			
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,321.91	8.97	43.45
投资活动现金流出小计	1,321.91	8.97	43.45
投资活动产生的现金流量净额	-1,321.91	-8.97	-43.45
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	0.00	28,000.00	110,149.81
取得借款收到的现金	81,100.00	90,751.51	28,598.49
收到其他与筹资活动有关的现金	26,000.00	28,955.00	24,000.00
筹资活动现金流入小计	107,100.00	147,706.51	162,748.30
偿还债务支付的现金	61,290.14	28,678.85	15,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,221.66	6,449.26	3,386.99
支付其他与筹资活动有关的现金	59,600.00	21,980.00	29,975.00
筹资活动现金流出小计	129,111.80	57,108.11	48,361.99
筹资活动产生的现金流量净额	-22,011.80	90,598.39	114,386.31
五、现金及现金等价物净增加额	-7,791.49	4,508.78	9,705.75
加：年初现金及现金等价物余额	16,260.01	11,751.23	2,045.49
六、期末现金及现金等价物余额	8,468.52	16,260.01	11,751.23

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

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	10,378.86	10,233.63	10,834.29
加：资产减值准备	-16.45	87.92	16.77
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	23.82	18.31	13.85
存货的减少	-43,707.96	-57,201.37	-99,531.06
经营性应收项目的减少	8,528.46	-47,099.35	-13,845.55
经营性应付项目的增加	40,335.48	7,880.21	-2,125.41
经营活动产生的现金流量净额	15,542.21	-86,080.64	-104,637.11
现金的期末余额	8,468.52	16,260.01	11,751.23
减：现金的年初余额	16,260.01	11,751.23	2,045.49
现金及现金等价物净增加额	-7,791.49	4,508.78	9,705.75

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
综合毛利率	6.92%	7.30%	18.23%
收现比	0.84	0.10	0.45
EBITDA（万元）	10,406.31	10,251.94	10,848.14
EBITDA 利息保障倍数	1.27	1.59	3.20
产权比率	78.07%	51.29%	30.85%
资产负债率	43.84%	33.90%	23.58%
流动比率	3.19	5.76	8.84
速动比率	1.33	2.55	4.01
有息债务（万元）	139,568.34	119,671.15	57,598.49

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+长期应付款

附录六 截至2017年底公司土地资产情况（单位：万元、平方米）

土地证号	用途	取得方式	土地面积	账面价值	是否抵押	缴纳出让金
苏（2016）东台市不动产权第 1403365 号	住宅	政府注入	52,170.00	13,339.87	否	否
苏（2016）东台市不动产权第 1403366 号	商住	政府注入	74,947.00	28,202.56	否	否
东国用(2015)第 280008 号	住宅	招拍挂	43,253.00	15,013.55	是	14,576.26
东国用（2015）第 280005 号	商住		13,400.00		是	
东国用（2015）第 280006 号	商住	招拍挂	74,205.00	45,092.48	是	43,779.11
东国用（2015）第 280007 号	商住		27,000.00		是	
东国用（2015）第 280010 号	商住	招拍挂	75,068.00	29,536.26	是	28,675.98
东国用（2015）第 280012 号	商住	招拍挂	96,596.00	38,006.66	是	36,899.67
东国用（2016）第 280014 号	商住	招拍挂	33,573.00	10,125.08	是	9,830.17
苏（2017）东台市不动产权第 1405288 号	工业	招拍挂	38,541.00	714.55	否	693.74
合计			528,753.00	180,031.00		134,454.93

注：政府注入的两块土地以评估价值入账，其余均已成本法入账；公司土地的土地性质均为出让。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录七 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。